

Aggiornamento Rapporto di Previsione

Per l'Italia dal QE benefici pari allo 0,6% del PIL, al netto dell'effetto cambio. Per il 2015 Prometeia conferma la crescita media dello 0,7%

Grazie al QE e alla ripresa nel 2015 gli impieghi delle banche cresceranno sia verso le imprese (+20 miliardi di euro) sia verso le famiglie (+ 13 miliardi)

Gli investimenti beneficeranno maggiormente del QE, grazie alla riduzione dei tassi di interesse ed alla maggiore disponibilità di credito

L'implementazione del QE comporterà un ulteriore indebolimento dell'euro sul dollaro, con una stabilizzazione in area 1.05 e 1.10

In Europa si consolida la crescita, ma la ripresa mondiale rimane fragile ed eterogenea

Prometeia rivede al rialzo le quotazioni del petrolio Brent nei primi sei mesi del 2015, confermando l'aumento graduale dei prezzi a partire dai mesi estivi

Si consolida la ripresa in Europa, si alternano informazioni di segno opposto negli Usa, aumenta il numero di paesi con politiche monetarie espansive: **la ripresa mondiale procede ma rimane fragile ed eterogenea.**

Il commercio mondiale ha intensificato il ritmo di crescita nel 2014 passando da una variazione tendenziale di circa il 3 per cento nel primo semestre al 3.5 nel secondo. L'accelerazione è riconducibile ai paesi industrializzati e agli Usa soprattutto. **Il 2014 lascia dunque un'eredità positiva al 2015** in termini di trascinamento (2 per cento) e di prospettive di crescita. Tali indicazioni sono colte dagli indicatori coincidenti di Prometeia per la domanda estera potenziale rivolta ai principali paesi europei che segnalano una accelerazione nel primo trimestre del 2015.

Il prezzo del **petrolio** oscilla su livelli storicamente bassi (attorno a 60 \$/bbl), nonostante il recupero dai valori minimi di inizio 2015 (48.9 \$/bbl nella media di gennaio). Tale rialzo, che verosimilmente muove dalla percezione di condizioni migliori della domanda segna la fine della guerra dei prezzi e l'inizio di un nuovo rally?

La reazione dei mercati non sembra avvalorare questa interpretazione; tesi che condividiamo. In un contesto di crescita mondiale modesta, **confermiamo l'aumento graduale dei prezzi** a partire dai mesi estivi senza tuttavia superare i 70 \$/bbl a tutto il 2016.

La contrapposizione tra la politica monetaria Usa e Uem e la diversa posizione ciclica dei due paesi hanno portato verso la parità il tasso di cambio \$/€ (1.38 a marzo 2014). Riteniamo che, con una crescita Usa non brillante, l'implementazione del QE europeo comporti **un ulteriore indebolimento dell'euro** ma in misura marginale, per stabilizzarsi tra 1.05 e 1.10 dollari per euro.

Confermiamo un **effetto complessivo del QE della Bce sul Pil Uem dello 0,5%** dopo un anno, mentre riteniamo che gli effetti attesi sui tassi di interesse di mercato siano stati in gran parte già anticipati. Nel 2015 l'euribor a 3 mesi potrebbe toccare valori negativi, i rendimenti sui titoli pubblici decennali tedeschi oscillare tra i 30 e i 25 pb e lo spread Btp - Bund stabilizzarsi a 90 pb.

Per l'Italia, al netto delle modificazioni del cambio, stimiamo che **a regime gli effetti positivi del QE sul PIL saranno positivi dello 0.6%**. Gli investimenti saranno la voce su cui si manifesteranno maggiormente gli impulsi espansivi sia per la riduzione dei tassi di interesse sia per la maggiore disponibilità di credito. Il piano comporterà un acquisto di titoli pubblici italiani di circa 150 mld: stimiamo che poco meno della metà saranno venduti dalle banche, i cui impieghi alle imprese cresceranno nel 2015 di 20 mld di euro e di 13 quelli alle famiglie rispetto al 2014. Questo contribuirà alla ripresa del Pil, insieme alla debolezza dell'euro, alla riduzione dell'inflazione e alla politica fiscale espansiva. Prevediamo che nel 2015 il Pil cresca mediamente dello 0.7 per cento, con un incremento congiunturale nel primo trimestre dello 0.2 per cento.

lo scenario internazionale

più forte la crescita Uem ma profonda dicotomia tra Germania e Spagna vs gli altri paesi

I dati di contabilità nazionale del quarto trimestre del 2014 hanno riservato alcune sorprese. La decelerazione del Pil Usa è stata più intensa delle attese ed è aumentata la dispersione tra i paesi dell'Uem.

Il rallentamento Usa (0.5 per cento la crescita congiunturale del Pil dall'1.2 nel terzo) è riconducibile al contributo negativo delle esportazioni nette (-0.3 punti percentuali, 0.2 nel terzo) e al rallentamento degli investimenti produttivi (1.2 sul precedente, 2.2 nel terzo trimestre) che hanno più che compensato l'accelerazione dei consumi privati (1 per cento sul precedente, 0.8 nel terzo). Tali andamenti sono riconducibili alla forza del dollaro, alla bassa inflazione e al buon andamento del mercato del lavoro, fattori che aumentano il potere d'acquisto delle famiglie, ma che in parte (tasso di cambio) penalizzano le esportazioni. Nei primi mesi del 2015 occupati e offerta di lavoro hanno continuato a crescere, ma il dollaro si è ulteriormente rafforzato, il clima di fiducia delle famiglie è calato in febbraio e l'indice Pmi dell'industria manifatturiera è in riduzione da dicembre scorso. Tutto ciò, insieme a un'eredità meno ricca del 2014 per quest'anno ci porta a rivedere verso il basso la crescita del Pil e, a maggior ragione, confermare l'inizio della fase di rialzo dei tassi di policy nel quarto trimestre.

Nell'Uem il 2014 si è chiuso con un'accelerazione del Pil (0.3 per cento sul precedente, 0.2 nel terzo) grazie al contributo della Germania cresciuta dello 0.7 (0.1 nel terzo). Consumi delle famiglie, investimenti in costruzioni ed esportazioni nette hanno contribuito alla crescita eccezionale dell'economia tedesca, mentre gli investimenti produttivi sono rimasti sostanzialmente stabili (0.4 sul trimestre precedente, -1.4 nel terzo) e le scorte hanno fornito un contributo negativo. Anche il Pil della Spagna è cresciuto dello 0.7 per cento sul trimestre precedente (0.5 nel terzo) a seguito di un buon andamento della domanda interna e delle esportazioni nette. A Germania e Spagna fanno da contraltare Grecia, Finlandia, Austria e Cipro il cui Pil si è contratto rispetto al terzo trimestre mentre, tra i paesi rimanenti, Italia, Olanda, Portogallo ed Estonia hanno visto un'accelerazione in chiusura 2014.

Gli indicatori congiunturali per i paesi dell'Uem estendono ai primi mesi del 2015 la dicotomia di fine 2014, pur mantenendo una intonazione complessivamente positiva. Ciò, insieme alla forza relativa di Germania e Spagna, anche se prevista in attenuazione a inizio 2015, ci porta a rivedere verso l'alto la crescita del Pil dell'Uem che, ricordiamo, beneficerà della debolezza dell'euro, del basso prezzo del petrolio e dell'impulso espansivo della politica monetaria.

La stagnazione del Pil del Giappone nel 2014 è il risultato della forte espansione nel primo trimestre per anticipare l'aumento dell'imposta sui consumi e del suo riassorbimento nei trimestri successivi. A fine 2014 il Pil ha mostrato un'accelerazione (0.4 sul precedente, -0.7 nel terzo) che, insieme al miglioramento degli indicatori congiunturali, ci induce a confermare la crescita media annua dell'1 per cento nel 2015.

Per i mercati emergenti le informazioni congiunturali confermano l'eterogeneità che contraddistingue da tempo questo aggregato e non modificano in misura sostanziale le previsioni di gennaio scorso. La buona crescita prevista per l'Asia è la sintesi di una espansione esuberante in India, di un rallentamento in Cina e di una sostanziale tenuta nel resto della regione, mentre rimangono critiche le condizioni e le prospettive di America Latina e Russia.

lo scenario italiano

primi passi di ripresa ancora faticosi

I dati hanno confermato la nostra previsione di interruzione della caduta del Pil nel quarto trimestre del 2014, gli indicatori congiunturali qualitativi hanno invertito il trend negativo, ma la produzione industriale inaspettatamente è scesa in gennaio (-0.7 per cento). I nostri modelli prospettano per i prossimi mesi un recupero dell'attività industriale a cui si associa un incremento del Pil. La recessione sarebbe dunque terminata alla fine del 2014 e il 2015 si prospetta come l'anno in cui l'economia italiana tornerà a crescere. L'intensità del miglioramento è, però, modesta e prenderà vigore via via che la riduzione del prezzo del petrolio, il deprezzamento dell'euro e le politiche economiche manifesteranno appieno i loro effetti espansivi, trasferendo in concrete scelte di consumo e di investimento l'orientamento positivo che stanno mostrando le aspettative degli operatori. Tuttavia, sulla possibilità che questi fattori esplichino a pieno i loro impulsi positivi grava ancora un certo margine di incertezza legato all'aggravarsi delle tensioni geopolitiche, della crisi greca e ai rischi di deflazione.

Il clima di fiducia delle imprese è aumentato in febbraio per il secondo mese consecutivo, trainato da tutti i settori produttivi tranne le costruzioni. Modesto è stato il miglioramento delle imprese manifatturiere, in linea con il Pmi che ha superato dopo quattro mesi la soglia di 50. L'indicatore anticipatore dell'attività dell'industria di Prometeia registra nel primo trimestre un incremento congiunturale dello 0.3 per cento (-0.7 gennaio e 0.5 e 0.6 febbraio e marzo). La caduta di gennaio probabilmente risente della riduzione delle esportazioni extra-Ue diminuite del 2.4 per cento rispetto al mese precedente (a prezzi correnti) nonostante l'euro debole. Tuttavia, l'evoluzione delle esportazioni presenta una elevata erraticità; il trend negativo potrebbe rapidamente invertirsi, allineando le esportazioni al miglioramento degli indicatori qualitativi.

Le famiglie si mostrano più fiduciose, soprattutto nella valutazione dell'economia e dell'occupazione, come indicato dal balzo del clima di fiducia in febbraio. Questo maggiore ottimismo si fonda su numerosi fattori che dovrebbero tradursi in una ripresa della domanda di beni di consumo più vigorosa di quanto osservato finora. Un primo fattore è il mercato del lavoro, dove la crescita dell'occupazione già nel corso del 2014 ha rivelato una reattività ciclica degna di nota sia nell'industria (+0.6 per cento con -0.4 per cento il valore aggiunto) sia nei servizi (+0.5 per cento l'occupazione a fronte di +0.1 per cento il valore aggiunto). Questo potrebbe essere il segnale che durante la crisi le imprese avevano progressivamente adeguato l'occupazione e annullato il "labour hoarding" così che, in vista di una sia pure incerta prospettiva di ripresa, il fabbisogno di manodopera è velocemente aumentato. Se, da un lato, ciò fa ben sperare per il 2015, quando il rafforzamento ciclico si accompagnerà a interventi normativi che dovrebbero aumentare la risposta della domanda di lavoro, dall'altro non va dimenticato che il mercato del lavoro è ancora estremamente fragile e che l'aumento di occupazione osservato finora, come documentato nel Focus, non è andato nella direzione di ridurre gli squilibri.

Anche le misure fiscali sui redditi medio-bassi sostengono il sentiment delle famiglie, così come l'aumento del potere d'acquisto dovuto alla riduzione dell'inflazione. I prezzi al consumo sono diminuiti in termini tendenziali sia in gennaio sia in febbraio, in media dello 0.4 per cento. La caduta è stata ancora una volta guidata dai prezzi dell'energia, la cui flessione si è riflessa sulle tariffe, ma non solo. L'inflazione core, seppure positiva (0.6 per cento), è su valori di minimo, mostrando come il processo disinflazionistico, su cui pesa anche la debolezza della domanda, si stia trasmettendo a tutta la filiera; un processo che si completerà nel corso del 2015, determinando una riduzione dei prezzi dello 0.2 per cento in termini medi annui.

Il potere d'acquisto delle famiglie, così come i conti delle imprese, trarranno beneficio dalla caduta delle quotazioni petrolifere, sostenendo la crescita del Pil di circa 0.4pp nel 2015. La legge di stabilità apporterà un contributo espansivo di 0.1pp, a cui si sommeranno gli effetti positivi derivanti da condizioni di credito più favorevoli e dal miglioramento di competitività di prezzo. L'Expo è un altro fattore che potrà rafforzare la ripresa, grazie soprattutto all'arrivo di turisti stranieri e agli effetti moltiplicativi che si genereranno. In sintesi, la combinazione di questi impulsi determinerà una crescita del Pil nel 2015 dello 0.7 per cento.

Le condizioni di contesto sarebbero favorevoli per la finanza pubblica. I dati di consuntivo per il 2014 non hanno evidenziato scostamenti di rilievo rispetto alle attese e l'indebitamento netto si è collocato sul limite del 3 per cento del Pil; la Commissione europea ha promosso la legge di stabilità e i tendenziali potranno beneficiare di un risparmio considerevole sulla spesa per interessi, superiore a 5 miliardi di euro nel 2015. Il QE sta determinando una caduta più rapida di tassi e differenziali rispetto a quanto previsto a gennaio e il rendimento medio ponderato del rinnovo dei titoli di Stato potrà scendere, dall'1.35 per cento del 2014, sotto all'1 per cento nel 2015. Ciò consentirà anche di assorbire gli effetti della bassa inflazione sul disavanzo, che potrà mantenersi con sicurezza sotto il limite del 3 per cento del Pil. Per contro, si conferma la difficoltà a ridurre il debito in termini di prodotto, che pur considerando gli incassi attesi dai programmi di privatizzazione recentemente avviati dal governo (Enel, Ferrovie, Poste) crescerà ulteriormente nel 2015.

focus

chiuso il 2014 si può fare il punto dall'inizio della crisi

Nei dati di contabilità diffusi a inizio mese, l'Istat ha presentato il consuntivo sul 2014 e, al contempo, ha rivisto gli anni 2012 e 2013 (Tab. 5), proseguendo il processo di adeguamento dei dati alla nuova struttura contabile; è quindi l'occasione per fare il punto su quella che prevediamo sia la coda di questa lunga recessione.

Con riferimento al 2014, si è confermata una flessione dell'attività dello 0.4 per cento (come stimato nel Rapporto di Gennaio), riconducibile a tutte le componenti della domanda interna tranne i consumi delle famiglie, che sono, invece, aumentati; un incremento però modesto, dello 0.3 per cento, dopo la contrazione del 6.4 per cento registrata tra il 2010 e il 2013, che aveva portato il consumo pro capite al livello del 1997. Il recupero è stato finora molto lento, non solo se confrontato alle fasi di ripresa del passato ma anche rispetto all'evoluzione del reddito disponibile, evidenziando una certa cautela nella propensione alla spesa da parte delle famiglie.

L'altra componente di domanda il cui contributo alla crescita del Pil è stato positivo sono le esportazioni, che sono cresciute in linea con la domanda potenziale, beneficiando sul finire dell'anno del miglioramento di competitività dovuto al deprezzamento dell'euro.

Gli investimenti in beni strumentali hanno continuato a essere l'anello debole, registrando una flessione dell'1.6 per cento in termini medi annui. I diversi incentivi fiscali a sostegno della domanda (credito di imposta, Legge Sabatini, etc.), le condizioni del credito più favorevoli grazie al miglioramento della situazione patrimoniale e di funding delle banche non sono stati sufficienti a invertire in maniera decisa le aspettative delle imprese, condizionate da una ripresa dei consumi e delle esportazioni ancora debole. Tuttavia, seppure marginalmente, sul finire del 2014 gli investimenti strumentali hanno mostrato un recupero dello 0.2 per cento rispetto al trimestre precedente.

I dati sul mercato del lavoro segnalano che l'occupazione è cresciuta già nel corso del 2014, dello 0.2 per cento in termini di unità di lavoro complessive, dello 0.4 per cento in termini di occupati (nella Rilevazione sulle forze di lavoro). L'incremento è comune sia ai dipendenti (0.3 per cento) che agli indipendenti (0.1 per cento) e, con l'esclusione delle costruzioni (-4.5 per cento), si estende a tutti i macro settori. Ciò detto, i dati riflettono anche l'estrema debolezza che caratterizza il mercato del lavoro. I nuovi posti di lavoro sono stati prevalentemente a termine e part-time (soprattutto involontario), l'occupazione ha continuato a contrarsi in termini assoluti nel mezzogiorno e nelle fasce più giovani della popolazione. Nonostante la maggiore reattività dell'occupazione al ciclo, il riassorbimento dei circa 650 mila posti di lavoro persi nella lunga recessione non sarà facile.

Le retribuzioni lorde in termini pro-capite sono cresciute dello 0.8 per cento per l'intera economia, con punte dell'1.9 per cento nell'industria in senso stretto. Complessivamente, le retribuzioni da lavoro dipendente sono aumentate nel 2014, per la prima volta dopo due anni, dell'1.1 per cento, fornendo un apporto alla crescita del reddito disponibile (misurata dal lato delle entrate) di quasi mezzo punto percentuale. Un contributo positivo sarebbe venuto anche dalla politica fiscale; le spese per prestazioni sociali sono aumentate, sostenute dal credito di imposta degli 80 euro registrato nella spesa sociale e non nelle entrate tributarie. Nel complesso, la pressione fiscale è, infatti, aumentata, anche se in misura molto modesta (+0.1pp) e solo per maggiori imposte indirette mentre, secondo quanto indicato dal Mef, sarebbe scesa di 0.3pp se il bonus si registrasse come riduzione del peso fiscale.

L'Italia si conferma essere il paese più debole rispetto ai partner più importanti dell'area dell'euro, anche rispetto alla Spagna, il cui livello di attività, pur essendo ancora inferiore a quello pre-crisi, ha mostrato nei trimestri recenti una maggiore capacità di recupero. I divari che si sono venuti a creare in questa lunga crisi sono molto ampi (Fig. 3) e la ripresa del 2015 li potrà soltanto scalfire.