

Incontro Annuale con gli  
Investitori del Fondo Sator  
Roma, 30 gennaio 2015



# I CAMBIAMENTI DELLO SCENARIO MACROECONOMICO

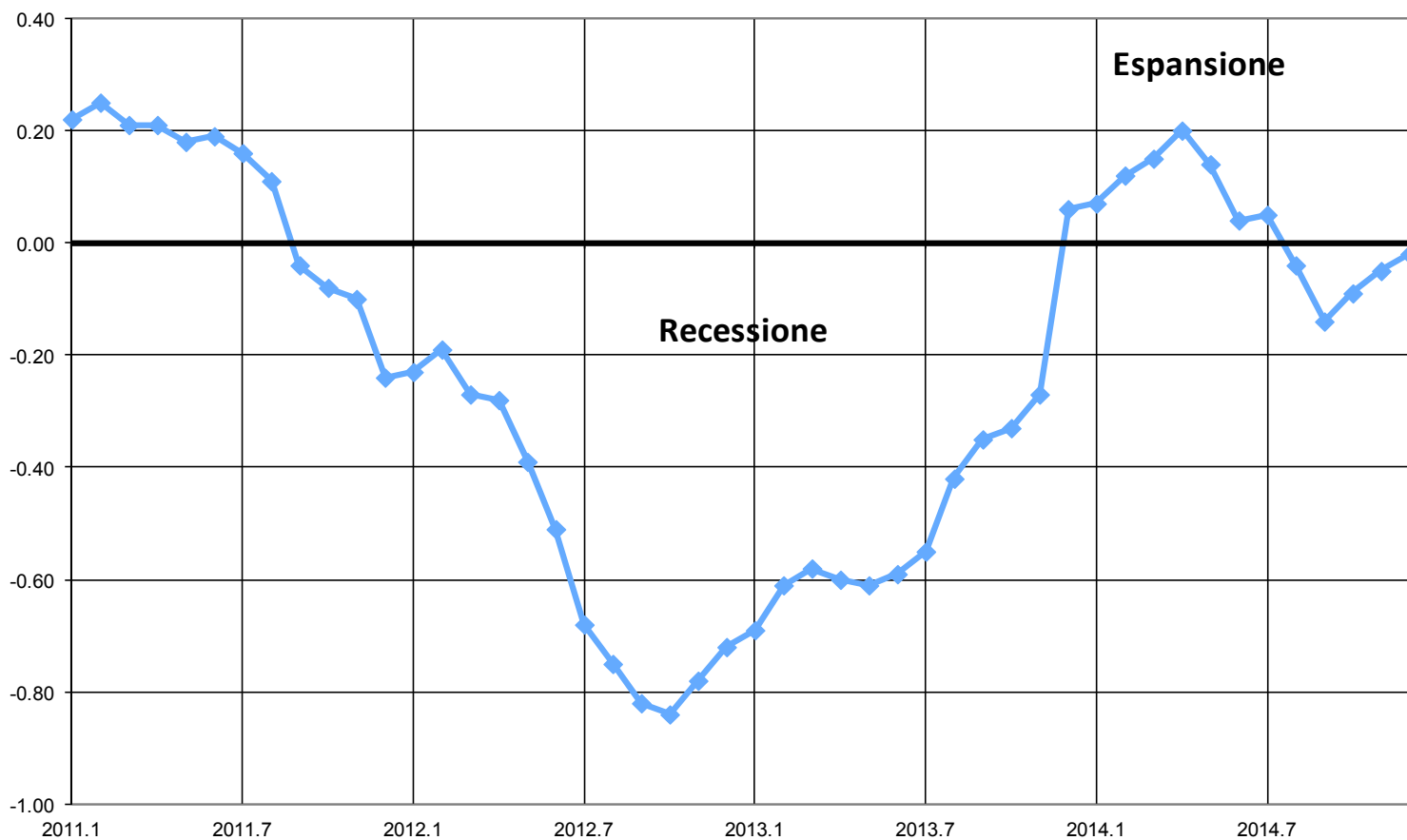
di Stefano Fantacone  
(direttore del CER)

- **Nell'arco di pochi mesi, lo scenario macroeconomico è profondamente cambiato**
- **I fattori di incertezza non sono svaniti, ma sono bilanciati da novità che riguardano:**
  - **le evoluzioni di alcuni mercati (petrolio);**
  - **l'impostazione delle politiche europee.**
- **Sembra possibile correggere il disallineamento che, almeno dal 2011, separa l'Eurozona dagli Stati Uniti**

## Il punto di partenza: le previsioni della Nota di aggiornamento (settembre 2014)

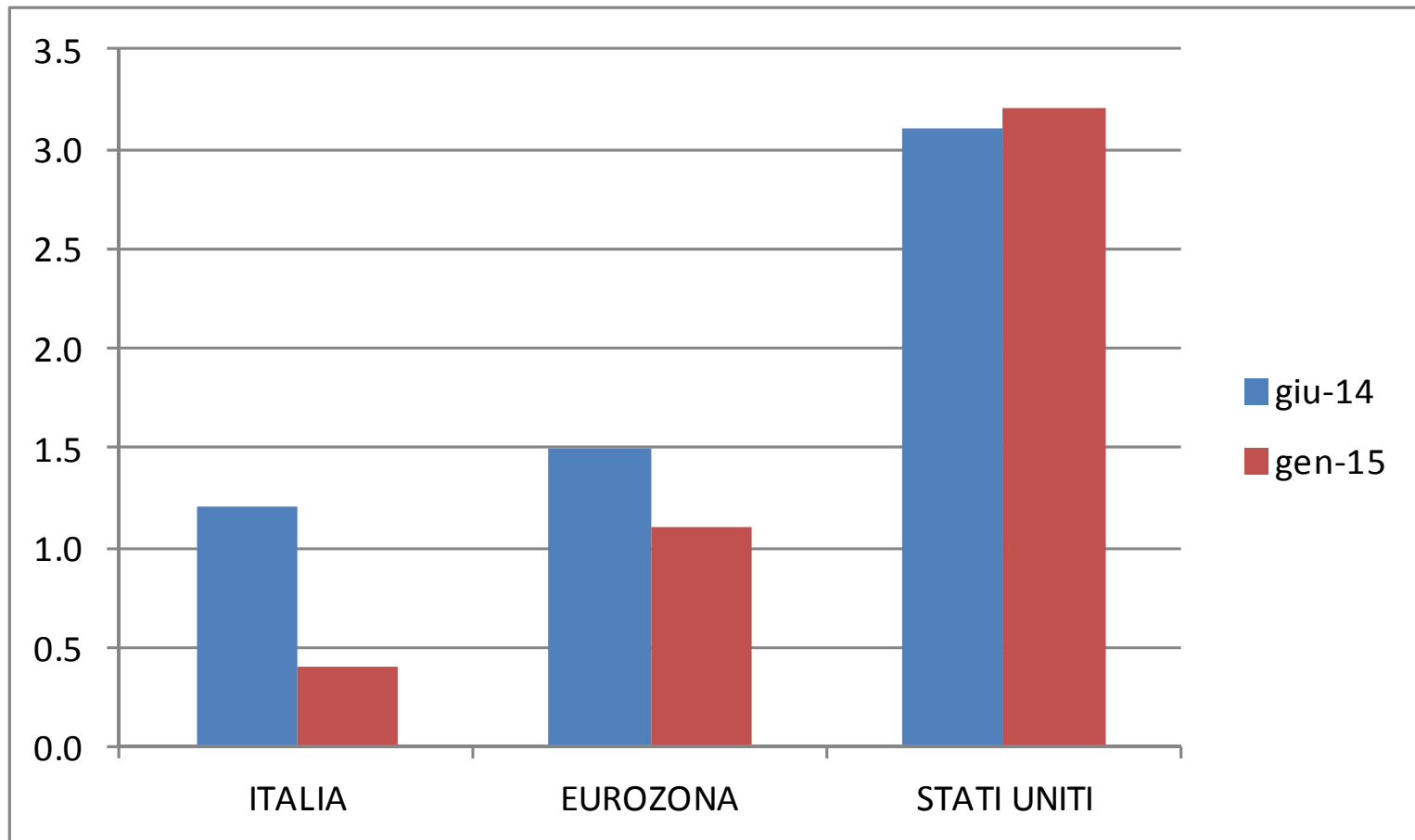
	2014	2015
Commercio mondiale (var.%)	4.0	5.1
Tasso di cambio euro/dollaro	1.34	1.29
Prezzo del petrolio (\$ barile)	104.7	98.5
Spesa per interessi (mld. Euro)	76.7	74.3
Indebitamento delle PA (% Pil)	-3.0	-2.6

# Perché partire dal settembre 2014? Indicatore CoinCER



- **Il governo ribassa la stima di crescita 2014 da 0.8 a -0.3..**
- **..e propone uno scenario prudente per il 2015, con un incremento atteso del Pil dello 0.5%;**
- **Stima che le previsioni di consenso condividono e confermano a inizio 2015**

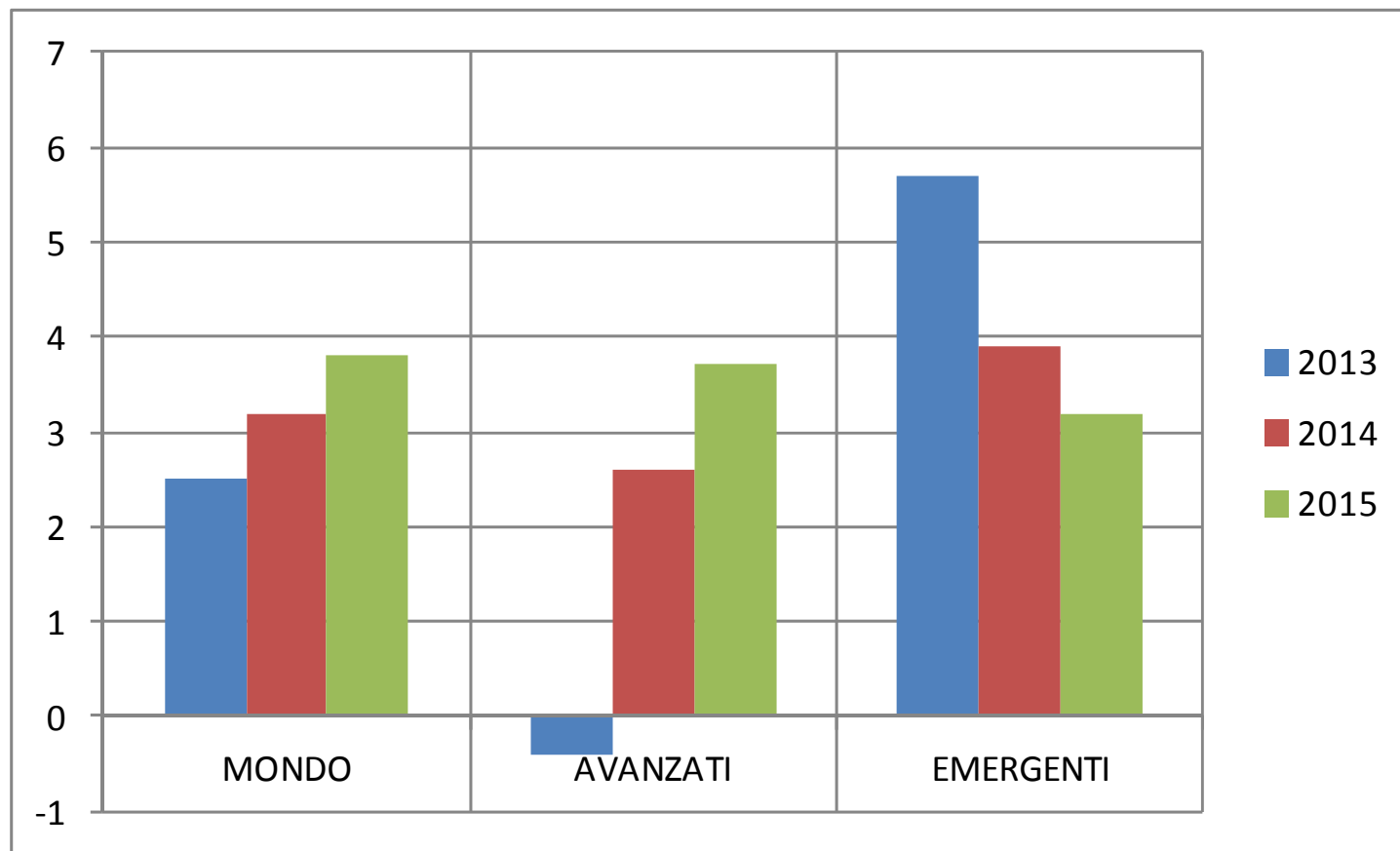
## Stime di crescita di consenso



# IL COMMERCIO MONDIALE

- **Le previsioni del governo sembrano troppo ottimistiche**
- **Nel consenso, le stime indicano un risultato peggiore per il 2014...**
- **...e una più lieve accelerazione per il 2015**

## Commercio mondiale: stime di crescita (consenso e FMI)



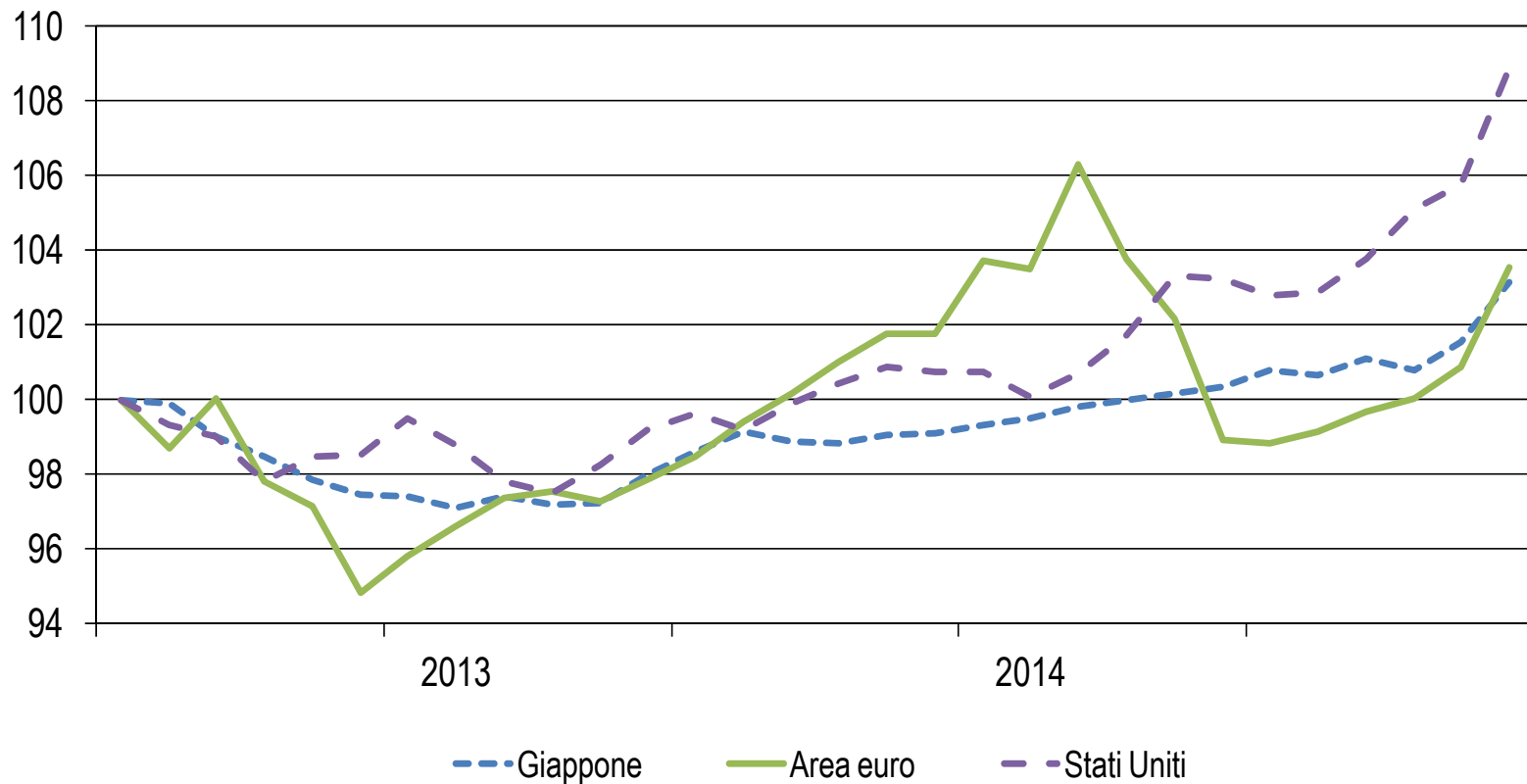


- **I paesi emergenti confermano le difficoltà congiunturali conseguite al mutamento di rotta della politica monetaria USA...**
- **..a cui si accompagnano evoluzioni sfavorevoli di singole economie (Russia)**

## La crescita del Pil nei paesi emergenti (stime FMI)

	TOTALE	Russia	Asia	di cui Cina	America latina	di cui: Brasile
2013	4.7	1.3	6.6	7.8	2.8	2.5
2014	4.4	0.6	6.5	7.4	1.2	0.1
2015	4.3	-3.0	6.4	6.8	1.3	0.3

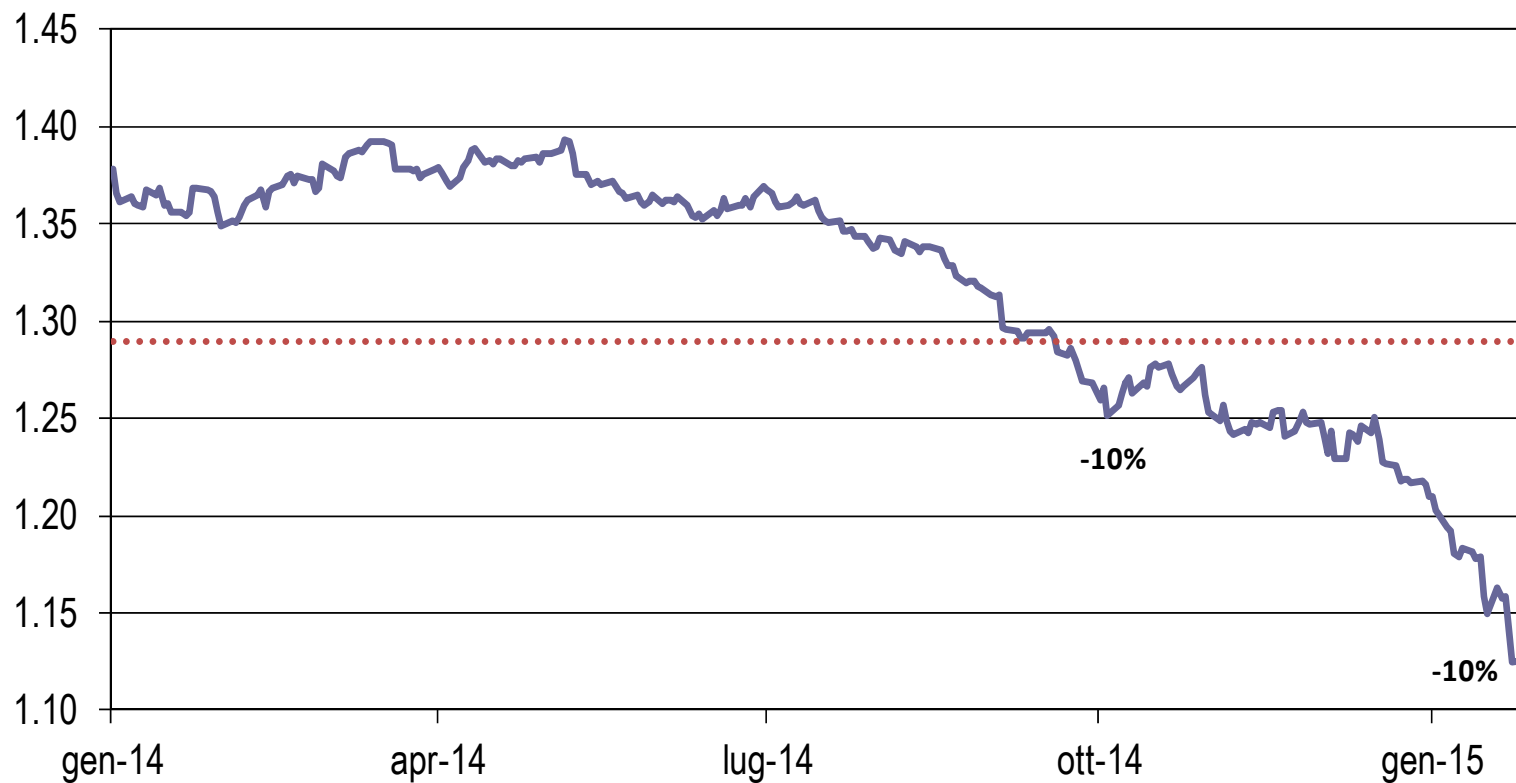
## Importazioni delle principali economie avanzate (6:2012=100)



## **IL TASSO DI CAMBIO DELL'EURO**

- **L'euro si è fortemente deprezzato..**
- **Inizialmente nei confronti del dollaro..**
- **...più di recente anche rispetto alle altre valute**

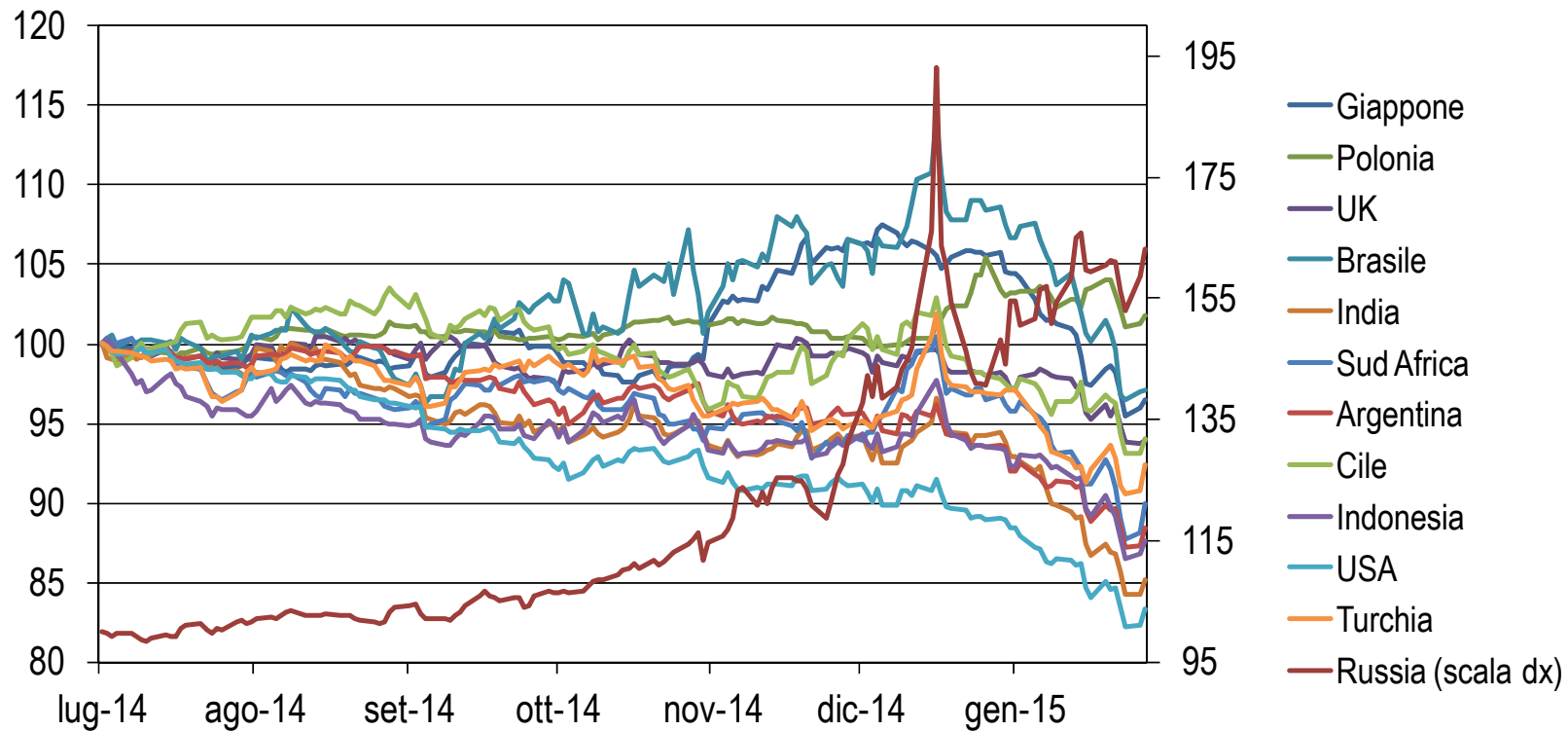
## Tasso di cambio euro/dollaro



- **Un deprezzamento di tale intensità ha effetti importanti nel breve periodo**
- **A parità di altre condizioni, il CER stima un aumento delle esportazioni del 2%..**
- **...con un impulso sul Pil dello 0,6%**

- **In tal modo, il deprezzamento compenserebbe la minore dinamica del commercio...**
- **..che invece ridurrebbe le esportazioni di circa l'1,5%..**
- **...con un impulso negativo sul Pil dello 0,5%**

## Tasso di cambio dell'euro verso le altre valute

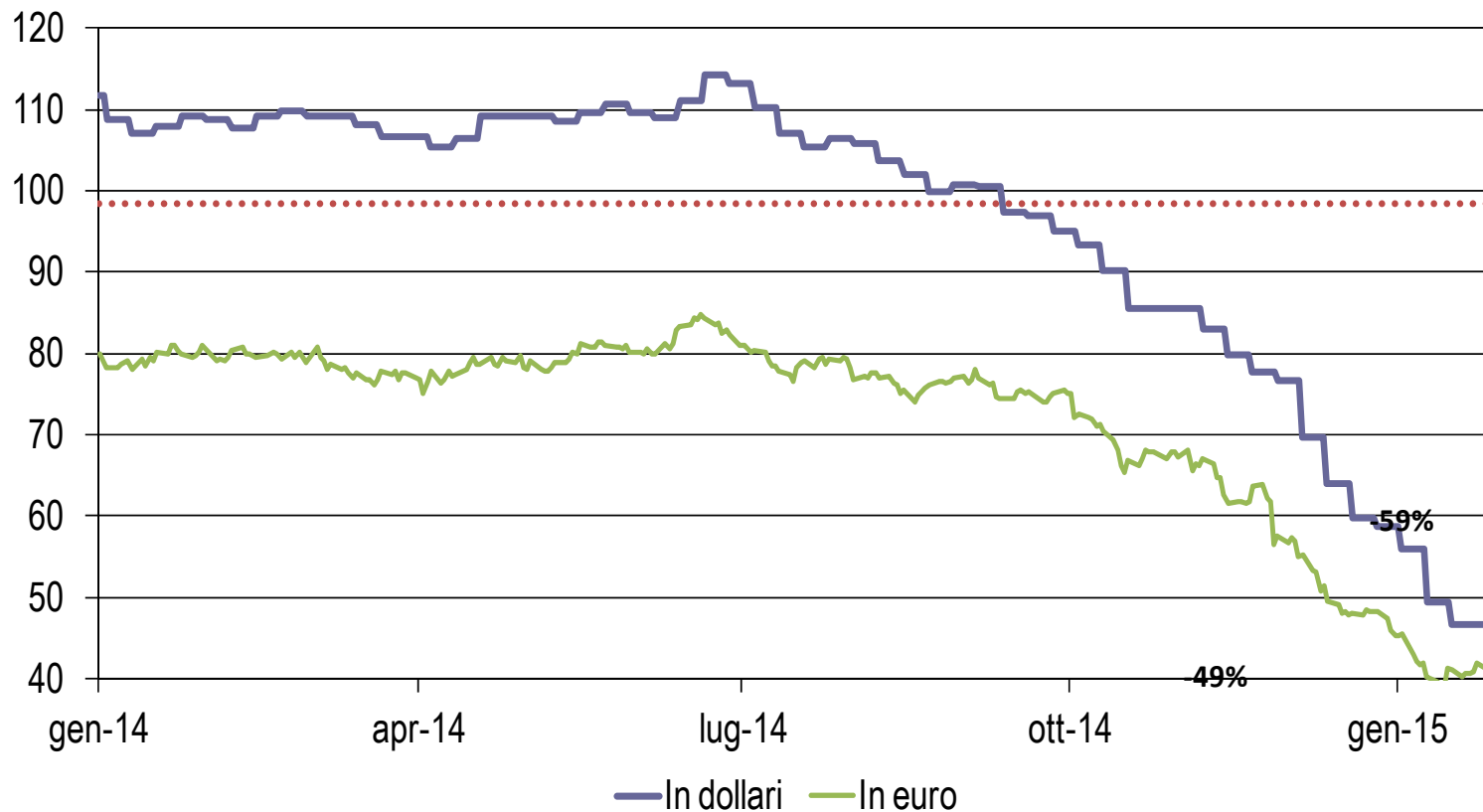




# IL SECONDO CONTROSHOCK PETROLIFERO

- **La caduta del prezzo del petrolio ha dimensioni maggiori della svalutazione dell'euro..**
- **.. riporta le quotazioni sui valori della fine del 2004**
- **...quando il livello dei prezzi era inferiore del 20% rispetto a oggi**

## Prezzo del petrolio (dollari ed euro per barile, qualità Brent)



- **Un petrolio meno caro significa un'inflazione più bassa..**
- **.. E questo può destare preoccupazioni in un contesto deflazionistico come è quello dell'Eurozona..**
- **...tuttavia, qui siamo di fronte a uno shock di offerta e non di domanda**

- **Anche gli effetti reali sono rilevanti:**
  - **almeno 10 miliardi di risparmio sulla bolletta energetica;**
  - **che spingerebbero l'avanzo corrente italiano verso i 50 miliardi di euro;**
  - **determinando, attraverso le minori importazioni, una crescita aggiuntiva del Pil di circa mezzo punto;**
  - **a cui si aggiungerebbero gli effetti sui consumi delle famiglie.**

## **LA POLITICA MONETARIA DELL'EUROZONA**

- **Il QE rappresenta per l'Eurozona un passaggio non banale..**
- **.. cadono dei veri e propri tabù, come l'acquisto dei titoli pubblici..**
- **...e la deflazione viene portata allo stesso livello di “nobiltà” dell'inflazione**

- **Quest'ultimo aspetto è particolarmente importante.**
- **La deflazione è provocata dalla bassa domanda..**
- **...implicitamente, la Bce si è quindi riappropriata del diritto di sostenere la domanda!**

- **Va altresì sottolineato che il modello che si sta imponendo, basato anche sul deprezzamento del cambio, non è il modello tedesco.**
- **La Bce ha dunque guadagnato indipendenza, forzando il modello della politica economica europea**
- **...cosa che la Commissione non è ancora riuscita a fare.**

- **Le caratteristiche del QE europeo:**
  - **fino almeno a settembre 2016 (periodo lungo);**
  - **60 miliardi di acquisti al mese;**
  - **con probabile distribuzione: fino a 15 mld. Per covered bond e ABS e 45 mld per titoli di debito sovrano;**
  - **investment grade minimo BBB-, tranne che per titoli già accettati da Bce (clausola salvaguardia Grecia).**



- **Effetti attesi:**
  - **ulteriore ribasso tassi;**
  - **riduzione spread (titoli periferici più sicuri e con maggiore rendimento);**
  - **aumento liquidità banche;**
  - **accelerazione ripresa credito.**

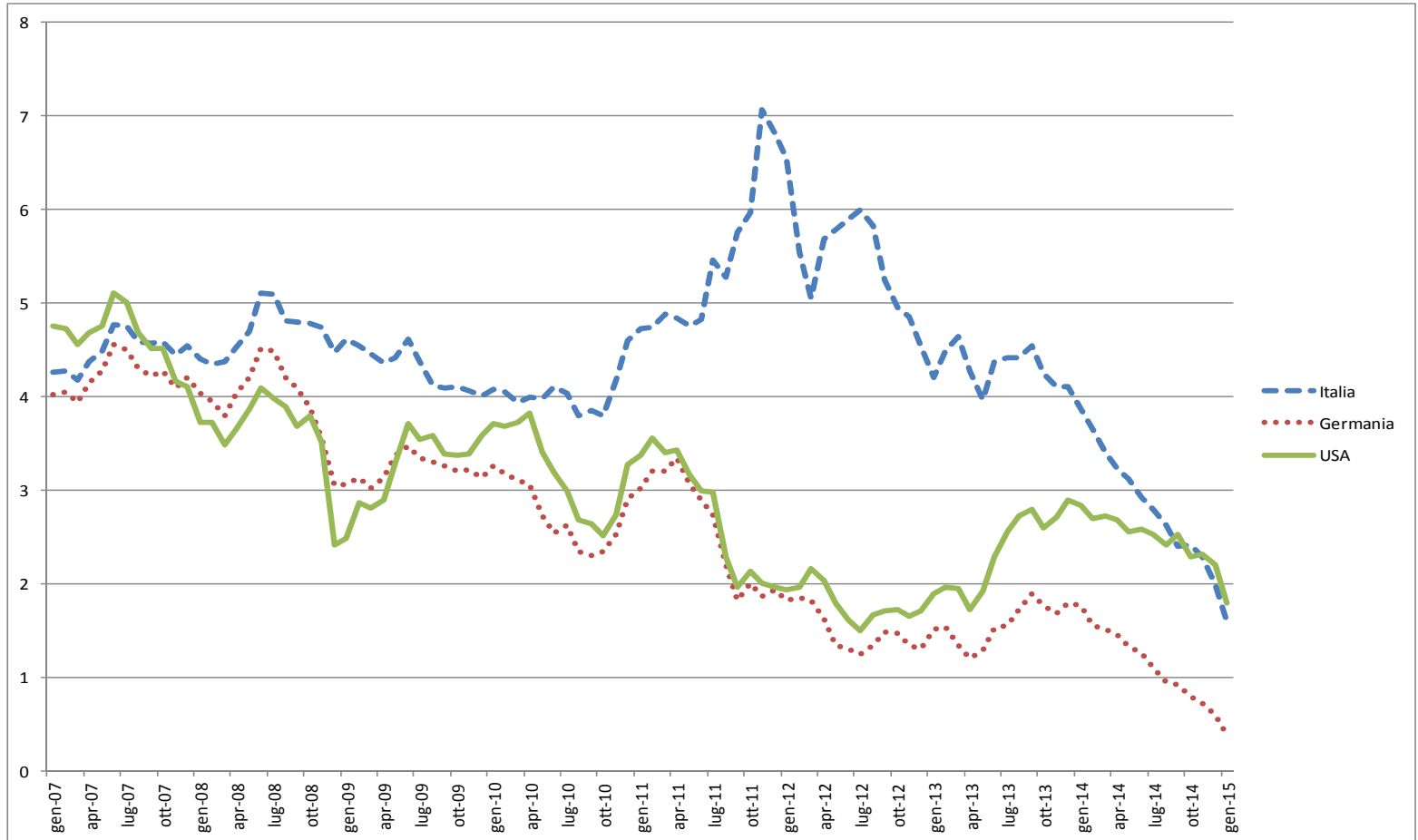
- **Punti critici:**
  - **mantenimento rischio sovrano su BCN (rischio frammentazione);**
  - **probabili perdite in c/c perché prezzi attuali alti;**
  - **impatto diretto forse non così ampio come si crede:**
  - **nessuna certezza che il credito riparta (vincoli di Basilea III).**

## Ipotesi di ripartizione per paese del QE

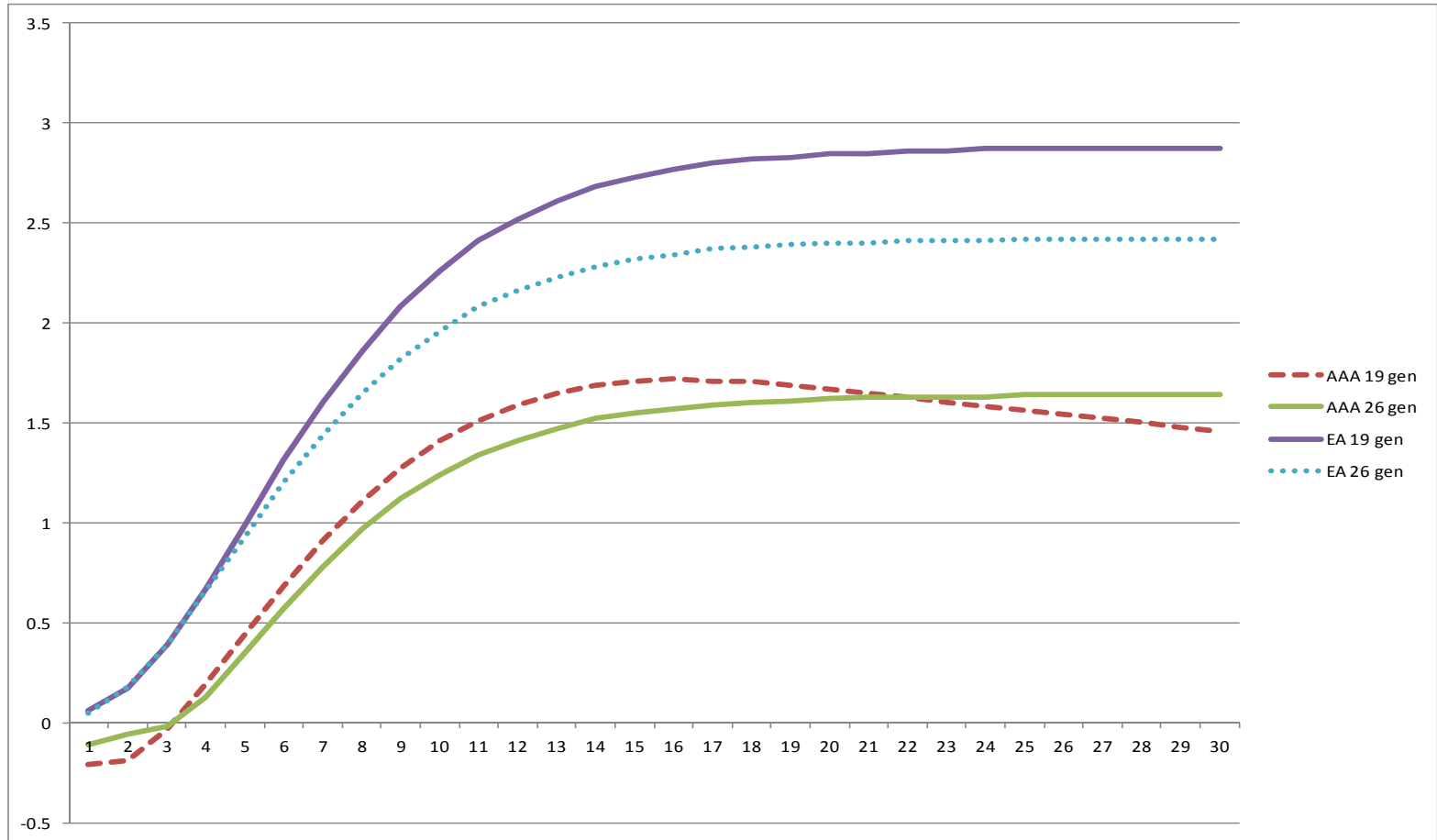
Paese	Mld
GERMANIA	174.9
FRANCIA	137.8
ITALIA	119.6
SPAGNA	85.9
OLANDA	38.9
BELGIO	24.1
GRECIA	19.8

- **Impatto diretto da riportare a caso Italia:**
  - **1600 mld di titoli in circolazione;**
  - **dimensione già sperimentata dell'SMP (*Securities Markets Programme*) attuato fra agosto 2011 e gennaio 2012, quindi su un tempo più breve;**
  - **su base annua pari a circa il 50% delle emissioni di BTP e CCT**

# Andamento recente dei tassi decennali sul debito sovrano



# Curve per scadenza prima e dopo il QE (Eurozona, *instantaneous forward rates*)



## L'impatto sulla finanza pubblica italiana (previsioni di spesa per interessi)

	2014	2015	2016	2017	2018
Nota aggiornamento DEF	76.7	74.3	75.4	74.2	73.9
Cer: Ottobre 2014	75.1	71.0	68.5	68.4	69.9
Cer: Gennaio 2015 pre QE	75.1	69.1	65.7	64.9	66.6
Cer: Gennaio 2015 post QE	75.1	67.0	61.8	60.1	61.6
- differenze con Nota	-1.6	-7.3	-13.6	-14.1	-12.3

## LE POLITICHE BILANCIO

- **Anche qui si notano novità importanti.**
- **Le nuove Linee guida sull'applicazione del Patto di stabilità e crescita rendono più flessibile il Fiscal compact..**
- **...evoluzione senz'altro positiva**



## Nel dettaglio:

- **possibilità di escludere parte dei cofinanziamenti europei per investimenti;**
- **adozione di una griglia per graduare, in funzione delle dimensioni dell'*output gap*, la correzione sul saldo strutturale;**
- **Allentamento dei vincoli in base a valutazione *ex-ante* di effetti riforme strutturali**

- **Sono correzioni fondamentali..**
- **Perché prendono atto degli errori fin qui fatti....**
- **..quando sono state chieste restrizioni fiscali tanto più alte quanto più profonda la recessione..**
- **..creando un modello endogeno di deflazione.**
- **Superare questi limiti riallinea le politiche di bilancio alla politica monetaria**

## Gli effetti complessivi sull'economia italiana

	Nota agg.to		CER		
	2015	2016	2015	2016	2016 (a)
Pil	0.5	0.8	0.8	1.0	1.4
Indebitamento (% Pil)	-2.6	-1.8	-2.4	-1.1	-1.9