

FINANCECOMMUNITYWEEK

LC PUBLISHING GROUP



La Grande Incertezza

Alcune considerazioni su outlook macro e politica economica

Fabrizio Pagani*

Milano, 13 novembre 2023

#financecommunityweek   

* Fabrizio Pagani è senior advisor di Vitale & Co e professore a SciencesPo, Parigi.

È membro di consigli di amministrazione e advisory board. È stato Capo della Segreteria Tecnica del Ministero dell'Economia e delle Finanze; consigliere economico del Presidente del Consiglio; Sherpa G20. Precedentemente ha ricoperto il ruolo di Direttore G7/G20 presso l'OCSE a Parigi.

INTRODUZIONE

In questi giorni, l'Economist ha scritto che l'economia mondiale continua a sfidare la forza di gravità. In effetti, gli ultimi mesi hanno visto un susseguirsi di guerre, fratture geopolitiche, tempeste sui mercati delle materie prime, crisi energetiche e la più aggressiva stretta monetaria di sempre... nonostante ciò, l'economia mondiale ha "tenuto".

Il quadro è diverso tra Stati Uniti ed Europa: i primi godono di una crescita sostenuta, mentre in Europa, e in Italia, assistiamo ormai dalla primavera ad un rallentamento dell'economia. Tuttavia, anche l'Europa non si trova in recessione e le previsioni per il 2024 delle principali agenzie internazionali proiettano una crescita positiva, seppure debole.

A ciò si aggiunge un mercato del lavoro molto robusto in tutte le economie avanzate, incluso nel nostro Paese dove l'occupazione sfiora la cifra record del 62%.

Positivi sono anche gli ultimi dati sull'inflazione, che mostrano sia in USA che nell'Eurozona un netto calo. Questa discesa non è rapida quanto i banchieri centrali vorrebbero e permane qualche timore per una "sticky inflation" attorno al 3-4%. Tuttavia, l'allentamento della pressione sui prezzi è stato progressivo e costante verso il target del 2%. Nell'Eurozona, ad ottobre, la headline inflation ha segnato un 2,9%.

Ne esce quindi un quadro di un'economia globale in relativa buona salute, ma mitigato da molte ombre e timori. Soprattutto in Europa incide sul sentimento degli operatori una debolezza della crescita, principalmente causata da una flessione della domanda interna in Germania e Italia. In questi giorni, autorevoli osservatori si sono espressi prevedendo recessione in Europa. Sicuramente l'outlook a breve e medio termine si prospetta di incertezza, con un enorme overhang geopolitico.

Vediamo quali sono i principali nodi.

POLITICA MONETARIA

Sul fronte della politica monetaria, la Fed sembra avere un percorso più semplice rispetto alla BCE. La Fed può infatti attendere i dati sull'inflazione dei prossimi mesi e quindi decidere come procedere. Non vi sono particolari pressioni per un allentamento della politica monetaria, data la forza dell'economia americana. Il mantra di queste settimane "higher for longer" può essere modulato utilizzando le due leve – livello dei tassi e durata della stretta monetaria – con relativa tranquillità. Sembra quindi che la Fed stia procedendo verso l'auspicato "soft landing", cioè mettendo sotto controllo l'inflazione senza infliggere troppi danni all'economia. A Powell potrebbe riuscire quanto fatto da Greenspan negli anni '90, che all'epoca gli valse il titolo di "Maestro".

La BCE, invece, si confronta con un quadro più complesso a causa dell'anemica crescita europea sopra ricordata. Siamo probabilmente alla fine del ciclo di rialzi e un taglio dei tassi nei primi mesi del 2024 potrebbe ridare fiato all'economia. Tuttavia, è difficile che maturi rapidamente un cambio di orientamento della politica monetaria. È quindi prevedibile che l'Eurozona avrà tassi di interesse attorno al 4% per almeno una parte del 2024. Solo una - non augurabile - forte recessione potrebbe convincere la BCE ad aprire un ciclo di tagli in tempi brevi.

Che significa però per l'economia europea convivere nel medio termine con tassi elevati? Si tratta di una situazione inedita che non conosciamo ormai da due decenni. Tassi alti limitano l'offerta di finanziamento all'economia. In primo luogo, infatti aumentano i costi di finanziamento bancario e i vincoli del bilancio bancario determinano una contrazione nella disponibilità di credito. In altre parole, si assiste a una diminuzione diretta della liquidità disponibile per le banche, limitando la loro capacità di finanziare famiglie e imprese.

Inoltre, questo credito ha un costo maggiore. Quando i tassi di interesse aumentano, il costo per prendere

in prestito fondi aumenta, il che riduce la capacità di investimento delle aziende. In Italia il costo di finanziamento delle imprese oggi si aggira oggi attorno al 7%, con livelli più alti per quelle con minore merito di credito. Rispetto a due anni fa si tratta sostanzialmente di un raddoppio del costo del credito. Questo forte rincaro peggiora la situazione finanziaria delle aziende, accrescendo il peso degli oneri finanziari. Pesa quindi sul flusso di nuovi investimenti, che rischia di frenare fortemente.

I tassi alti si fanno sentire non solo sull'economia reale, ma anche sui conti pubblici, in particolare per quei Paesi che, come l'Italia, devono rifinanziare un alto stock di debito. In questi mesi continuiamo, seppure in misura ridotta, a godere degli acquisti BCE, grazie ai re-investimenti del programma di QE pandemico PEPP. Anche questo supporto a fine 2024 terminerà. Negli anni a venire il nostro Paese potrebbe raggiungere una spesa per interessi di 100 miliardi l'anno. Questo ci espone molto in caso di turbolenze sui mercati.

In questo quadro una politica di finanza pubblica "prudente", come la ha definita il Ministro delle Finanze italiano, sembra opportuna.

POLITICA FISCALE E NUOVE REGOLE EUROPEE

Veniamo quindi alla politica fiscale.

Gli ultimi anni sono stati un periodo di politica fiscale estremamente espansiva, prima in risposta alla pandemia e quindi alla crisi energetica. Anche nel futuro prossimo avremo bisogno di investimenti pubblici sempre più ingenti, si pensi solo al finanziamento della transizione energetica. Inoltre, la geopolitica sta determinando un urgente e pesante incremento delle spese per sicurezza e difesa.

Allo stesso tempo è chiaro che è necessario un aggiustamento fiscale per rendere la finanza pubblica sostenibile nel medio lungo termine. In Europa le regole fiscali, sospese al momento dello scoppio del Covid, ritorneranno in vigore, seppure in forma diversa, e pretenderanno un consolidamento importante in molti Paesi.

Il governo italiano ha deciso per il 2024 di alzare il deficit dello 0,7% rispetto al tendenziale portandolo al 4,3%. Negli anni successivi dovrebbe poi riprendere la traiettoria discendente del deficit. Questa decisione è comprensibile ed apre uno spazio di circa 14 miliardi per la manovra in corso. Tuttavia, un sensibile aumento del deficit di tali dimensioni ha sorpreso mercati e partner europei. Gli effetti su spread e andamento titoli sono stati di poco conto, ma rimane il timore che, in periodo di tassi alti e di incertezza geopolitica, una politica fiscale espansiva finisca per esporci più del dovuto.

Dal prossimo anno le scelte dei governi torneranno ad incanalarsi nel quadro di regole europee, visto che il lungo negoziato di revisione si sta concludendo. Difficile dare un giudizio complessivo, dato che alcuni aspetti sono ancora aperti.

Si può comunque sottolineare la filosofia generale della riforma, che vede un cambiamento profondo di approccio, passando da un sistema con procedure e meccanismi uguali per tutti i Paesi ad un sistema ritagliato sulle condizioni specifiche di ogni economia.

Ecco i punti salienti:

- L'aggiustamento fiscale è determinato dal Paese che ne prende piena ownership. Ciascun Paese prepara un piano, normalmente su 4 anni (estendibile a 7 se legato ad un piano di riforme credibile), basato sul principio del limite del 3% di deficit e su una analisi della Commissione della sostenibilità del debito (DSA);
- Il concetto di DSA è centrale per le nuove regole. Essa dovrebbe incentivare politiche strutturali di riforma capaci di far crescere il denominatore e non solo politiche fiscali di riduzione del nominatore nella ratio debito / PIL. Si discute ancora sulla metodologia della DSA;

- Limiti a quello che viene chiamato “backloading”, in altri termini si vuole che lo sforzo di aggiustamento fiscale nel periodo del piano fiscale-strutturale nazionale sia il più possibile spalmato per l'intero periodo di aggiustamento e non concentrato solo negli anni finali;
- Introduzione, e questo è punto controverso e ancora aperto, di “salvaguardie” che imporrebbero comunque dei target numerici di riduzione del deficit e del debito. Queste salvaguardie sono volute dai Paesi “frugali”, Germania in primis, per rendere più stringente il percorso di aggiustamento. Esse però rischiano di inficiare lo spirito della riforma rendendo irrilevante la DSA.

Questo set di regole sicuramente va nel senso giusto e potrebbe dotare l'Unione europea di un quadro più logico e moderno. Mancherebbe tuttavia, almeno fino adesso, un meccanismo che faciliti gli investimenti pubblici che la stessa Unione europea richiede di fare, per esempio quelli per la transizione energetica oppure della sicurezza e difesa.

Con le nuove regole, l'Italia sarebbe tenuta a fare un consolidamento annuo stimabile tra lo 0,5% e lo 0,9% di PIL a seconda che proponga un quadro di aggiustamento di medio termine su 4 o 7 anni. Si tratta di obiettivo raggiungibile, ma naturalmente molto dipenderà dal livello di crescita dei prossimi anni. Questo quadro richiede quindi una navigazione attenta da parte di chi ha responsabilità di governo, con politiche fiscali mirate e un oculato impiego dei fondi PNRR.

IL PNRR

Arriviamo quindi al PNRR e partiamo dall'inizio: il PNRR doveva essere il piano che avrebbe trasformato l'economia italiana.

A metà 2020, dopo venti anni di crescita anemica e nel momento più buio della crisi del Covid, Next Generation EU (NGEU) e la sua versione italiana sembravano la soluzione a difficoltà croniche del nostro sistema Paese. Con riforme ed investimenti avremmo dovuto alzare in maniera permanente la linea di base della crescita del nostro Paese.

Le aspettative erano molte anche a livello europeo. Sul PNRR italiano si concentrava tutta l'attenzione: l'Italia è stato il Paese a ricevere la dotazione maggiore di risorse e l'unico grande Paese a chiedere fin dall'inizio accesso anche alla parte “prestiti” di NGEU. Quindi, con una dotazione di oltre 190 miliardi di euro, il PNRR italiano è divenuto il vero “litmus test” della riuscita dell'intero progetto europeo. Ove fallisse il Piano italiano fallirebbe anche quello europeo, il primo programma finanziato con l'emissione di debito comune; si allontanerebbero ulteriormente la prospettiva di unione fiscale.

Anche sul piano politico, il PNRR ha assunto in Italia rilievo diverso rispetto ad altri Paesi, dove spesso è stato confinato ad un addendum della legge di bilancio. Nel nostro Paese è invece divenuto parte del dibattito politico ed in passato è finito pure al centro di una crisi di governo. Questo è un aspetto positivo, dato che il coinvolgimento dell'opinione pubblica e degli operatori economici privati è chiave per far sì che il Piano diventi momento di mobilitazione nazionale delle risorse economiche e professionali del Paese.

Queste aspettative del PNRR sono state disattese? Noi riteniamo di no, ma riteniamo anche che il lavoro principale sul PNRR cominci adesso.

L'attuale governo ha sentito l'esigenza di rivedere il Piano precedentemente presentato e concordato con la Commissione. Si tratta di un'esigenza legittima, motivata soprattutto dal voler meglio concentrare le risorse. Secondo il governo, le Misure del PNRR che a maggio mostravano almeno un profilo di criticità erano 118, su circa 300. Questi principi hanno informato la revisione elaborata dal governo e in discussione con la Commissione in queste settimane.

Si è quindi proposto di rimuovere nove misure dal PNRR, per un totale di 15,9 miliardi. Si tratta principalmente di progetti di taglia medio-piccola in capo a enti locali, che potranno essere comunque recuperati con risorse nazionali e altri fondi europei più flessibili.

Una volta finito il processo di rinegoziazione con la Commissione – probabilmente entro dicembre –

avremo un nuovo Piano. È su questo che la mobilitazione nazionale, in primo luogo di imprese e operatori economici, dovrà concentrarsi.

Le sfide principali dei prossimi mesi ed anni relativamente all'attuazione del PNRR saranno:

- La capacità amministrativa, incluso il tema della varianza: la capacità amministrativa nel nostro Paese è molto disomogenea, e questo può avere un impatto sull'abilità di mettere a terra gli investimenti. La capacità amministrativa varia sia da amministrazione titolare ad amministrazione titolare – i ministeri centrali - ma soprattutto tra soggetti attuatori, come i comuni e gli altri enti locali, che hanno il compito di attuare una parte importante degli investimenti;
- Il tema dei procedimenti autorizzativi: correttamente si è creato un regime derogatorio per gran parte degli investimenti PNRR, ma non ne conosciamo ancora appieno l'efficacia e molto dipenderà dalle interpretazioni che ne vorranno dare le amministrazioni competenti. È ovvio che il Paese deve procedere ad una efficace semplificazione dei permessi e del peso amministrativo sugli investimenti;
- La capacità di coinvolgere il settore privato nell'attuazione del Piano: alto è il potenziale moltiplicativo fornito dagli investimenti privati in aree oggetto di investimenti pubblici PNRR, si pensi al digitale e alla transizione energetica. Cogente è il caso delle partnership pubblico private, facilitate peraltro da alcune intelligenti disposizioni nel codice dei contratti di recente approvazione. Ma forse ancor più significativo è il rifinanziamento e revisione di Industria 4.0 / 5.0 grazie alla rimodulazione in corso delle risorse europee. Gli incentivi agli investimenti privati costituiscono infatti un volano di pronta attuazione, già ben rodato ed efficace, che può grandemente contribuire alla competitività del nostro settore manifatturiero e dei servizi;
- L'impegno ad affiancare agli investimenti riforme strutturali in settori quali la pubblica amministrazione, la giustizia, la concorrenza. Si tratta di riforme che in molti casi sono proprio abilitanti agli investimenti del PNRR e che costituiranno un lascito duraturo al Paese, anche una volta che l'effetto trainante degli investimenti si sarà esaurito.

Se sapremo vincere queste sfide potremo godere appieno dei benefici del PNRR. Affinché questo avvenga, è necessario uno sforzo collettivo di chi ha responsabilità di governo a tutti i livelli, degli organi di controllo e degli operatori privati, siano esse imprese, banche e fondi di investimento.

CONCLUSIONI

Riassumendo, l'economia italiana si trova in un momento di rallentamento economico e le prospettive di crescita per il prossimo anno sono, secondo il Governo (NADEF) del 1,2% e decisamente più basse, attorno allo 0,5%-0,7% secondo le principali agenzie economiche internazionali.

Da dove può arrivare una ripresa?

Aiuterà sicuramente un orientamento della politica monetaria meno restrittivo. I mercati già scontano la fine del ciclo di rialzi e assistiamo infatti ad una chiusura degli spread. Un taglio dei tassi in Europa potrebbe concretizzarsi solo nella seconda metà del 2024 e quindi gli effetti potrebbero percepirsi chiaramente solo a partire dall'anno successivo.

Sul lato della politica fiscale, gli spazi sono limitati e l'entrata in vigore delle regole europee imporrà un aggiustamento fiscale importante nei prossimi anni. Tuttavia, l'Italia dispone delle ingenti risorse PNRR che a partire proprio dall'anno prossimo dovrebbero avere pieno impatto sull'economia.

In questo quadro, e proprio tenendo conto dei vincoli di bilancio, sembra cruciale tenere l'attenzione sugli investimenti: gli investimenti pubblici sono in gran parte finanziati dal PNRR, quelli privati possono essere incentivati, anche con risorse PNRR, attraverso programmi come Industria 4.0 / 5.0.

Una forte ripresa degli investimenti, anche in un momento di stagnazione, rimane il miglior modo per riportare l'economia su un sentiero di crescita.