

L'angolo della
cultura economica

L'incertezza continua a segnare le previsioni per il 2017 e... oltre

Ripresa economica insoddisfacente al decimo anno di crisi

di Enrico Marelli

Fare previsioni in un contesto d'incertezza non è facile, specie quando gli elementi d'incertezza riguardano non solo l'economia ma anche la politica. Il 2016 sarà ricordato per due grandi "sorprese", che hanno del tutto spiazzato schiere di sondaggisti: l'esito del referendum sulla Brexit e l'elezione di Donald Trump alla presidenza degli Stati Uniti. Comunque, lo scenario macroeconomico più plausibile per il 2017 e gli anni immediatamente successivi prevede una continuazione della ripresa secondo ritmi e modalità appena accettabili per l'economia mondiale, ancora insoddisfacenti per l'economia europea e decisamente inadeguati per l'economia italiana. Relativamente all'economia mondiale, sta per ricorrere il decimo anniversario dallo scoppio della grande crisi finanziaria, nata negli Stati Uniti come crisi dei "mutui *subprime*" (2007-2008). Già la successiva Grande Recessione (2008-2009) aveva colpito molti Paesi europei con intensità maggiore rispetto agli Usa, poi questi ultimi hanno avviato una ripresa duratura ed abbastanza stabi-



Enrico Marelli

le, in media superiore al 2% annuo. Non molto intensa, per la verità, se confrontata con le dinamiche dei decenni precedenti – tanto che proprio negli ultimi anni si sono diffuse le tesi della "stagolazione secolare"¹ – ma tassi vicini al 2% anche nei prossimi anni, come stimato dal Fondo monetario internazionale², sarebbero comunque migliori di quelli previsti per l'area euro. Ora la nuova amministrazione di Donald Trump potreb-

be riservare più d'una sorpresa nelle scelte di politica economica, anche se le sue prime dichiarazioni dopo l'elezione paiono smorzare i toni più preoccupanti della campagna elettorale; speriamo ad esempio che la minaccia di un ritorno al protezionismo economico venga ammorbidita nel tempo. Considerando le altre principali economie mondiali, il Giappone, dopo i parziali successi dell'Abenomics, dovrebbe incamminarsi su un sentiero di crescita appena migliore di quello riscontrato nell'ultimo ventennio. La Cina, abbandonati i ritmi di crescita stratosferici di dieci anni fa (quando si espandeva a tassi superiori al 10%), ha intrapreso un percorso un po' più equilibrato³; al punto che sarà

1. Il cui più noto esponente è Larry Summers, ex segretario al Tesoro con Bill Clinton.

2. Aggiornamento di ottobre 2016. I dati estratti ed inseriti in Tab. 1 si riferiscono alle maggiori economie mondiali, ai principali Paesi dell'Eurozona (ed a quelli della stessa area più colpiti dalla crisi dei debiti sovrani), al Regno Unito, nonché ai valori medi per gruppi di Paesi (mondo intero, economie emergenti, Unione europea, Eurozona). I dati dal 2016 in poi sono previsioni del Fmi.

3. Naturalmente la sua crescita potrebbe essere minacciata da una frenata del commercio estero, nel caso in cui il neo-presidente Trump dovesse introdurre dazi elevati sulle importazioni (come annunciato durante la campagna elettorale).

nei prossimi anni superata dall'India, non solo sul piano della dinamica economica, ma in seguito anche come potenza economica. Tra i due giganti asiatici, l'India resterà però seconda ancora per diverso tempo riguardo al Pil assoluto ed ancor più riguardo ai livelli di sviluppo. Brasile e Russia dovrebbero lentamente riemergere dalla crisi che li ha colpiti nell'ultimo triennio, in gran parte causata dall'andamento dei prezzi di materie prime e fonti energetiche.

La crescita europea continua ad essere insoddisfacente, non solo perché inferiore a quella americana ma anche in quanto sbilanciata al suo interno. Come è noto, nell'ultimo decennio non solo le crisi economiche hanno colpito duramente ma la successiva ripresa è stata più lenta nell'UE, e più ancora nell'Eurozona, urtata dalla crisi dei debiti sovrani. Quest'ultima ha causato una seconda

recessione (2012-13) ed una ripresa fiacca anche nell'ultimo triennio. Questa lunga stagnazione è stata aggravata – secondo molti studiosi – dalle politiche economiche errate, ritardate o inadeguate in risposta alle crisi recenti.

La politica monetaria europea, dopo alcuni tentennamenti iniziali, ha assunto con Mario Draghi un'intonazione accomodante, con tassi d'interesse nulli o negativi (come quelli sui depositi *overnight*). Il piano *Outright Monetary Transactions*, lanciato quattro anni fa dopo l'annuncio dell'intenzione di salvare l'euro "whatever it takes", è stato decisivo per far scendere gli spread sul debito dei Paesi periferici verso valori più accettabili. Più recentemente, la modesta ripresa e lo scenario deflazionistico – che implicava che nemmeno l'obiettivo primario della Bce, ossia la stabilità dei prezzi, era

più rispettato – ha obbligato la stessa banca centrale ad intraprendere azioni più decise come il *Quantitative easing*, avviato nel 2015 e rafforzato quest'anno. È ora possibile che questa misura non convenzionale prosegua oltre il marzo 2017, nonostante la sempre più esplicita opposizione tedesca. Infatti non bastano piccoli rialzi mensili del tasso d'inflazione per affermare che la deflazione è sconfitta; è invece necessaria una rapida convergenza dell'inflazione, almeno di quella attesa, verso il *target* del 2%.

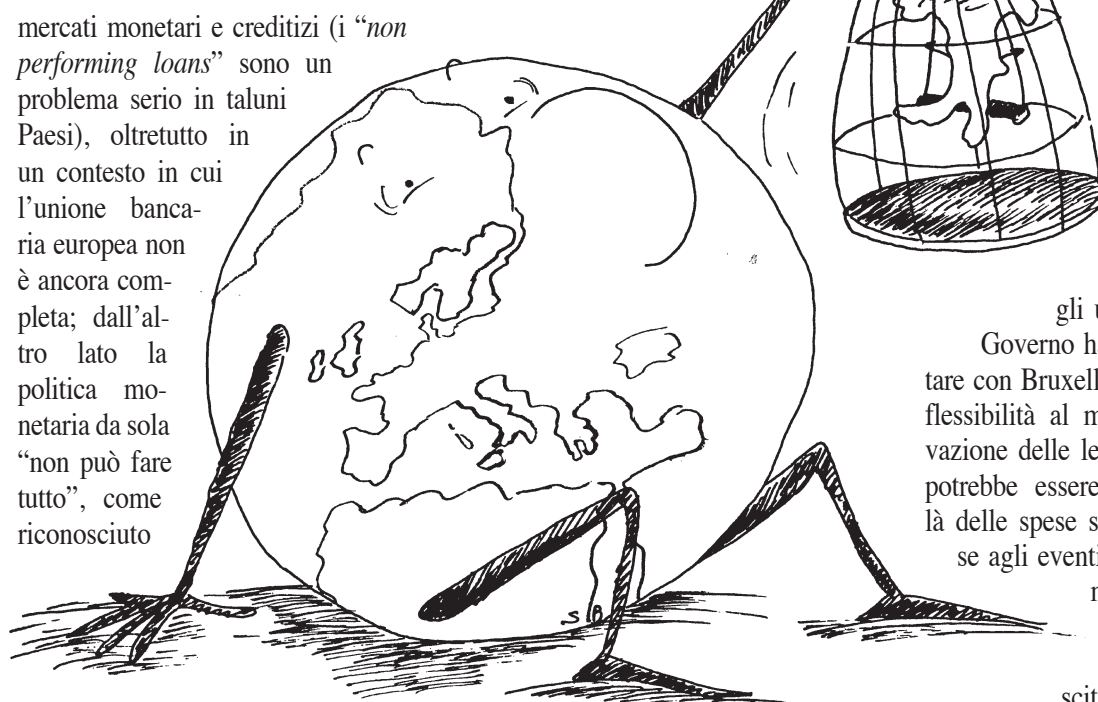
Draghi è consapevole dei rischi sottostanti ad una continuazione troppo protratta nel tempo di eccezionali stimoli monetari. Anche un'inversione di rotta sarebbe però controproducente. Infatti, da un lato l'enorme liquidità creata non è ancora pienamente arrivata all'economia reale, anche per il non perfetto funzionamento dei

agenzia di
BRESCIA

COMINI STEFANO
COMINI CHRISTIAN
VERZELETTI FRANCO

**REALE
MUTUA**
— ASSICURAZIONI —

mercati monetari e creditizi (i “*non performing loans*”) sono un problema serio in taluni Paesi), oltretutto in un contesto in cui l’unione bancaria europea non è ancora completa; dall’altro lato la politica monetaria da sola “non può fare tutto”, come riconosciuto



Quest’analisi ci porta direttamente alla trattazione del caso italiano. Negli ultimi anni il nostro

Governo ha cercato di contrattare con Bruxelles alcuni margini di flessibilità al momento dell’approvazione delle leggi di bilancio. Ciò potrebbe essere giustificato, al di là delle spese straordinarie connesse agli eventi sismici ed ai flussi migratori⁴, proprio dalla necessità di far ripartire la crescita. Come si vede

dalla tabella, l’Italia è sempre stata agli ultimi posti sia negli anni di recessione sia in quelli di ripresa ciclica⁵; né il quadro si presenta più roseo per i prossimi anni. Le recenti previsioni della Commissione europea indicano una crescita del Pil dello 0,7% quest’anno e dello 0,9% l’anno prossimo⁶.

Per quanto riguarda i conti pubblici, la vera questione non sta nei margini di flessibilità che si riescono ad ottenere e nei decimali di deficit in più, ma piuttosto nella qualità e composizione della manovra di bilancio. Alcune misure programmate per rilanciare investimenti e consumi sono condivisibili, sia in un’ottica ma-

dallo stesso Draghi.

Quali altre politiche possono e devono supportare quella monetaria? L’usuale richiamo ortodosso delle istituzioni economiche internazionali è alle riforme strutturali. Queste sono certamente utili laddove persistono ostacoli di vario tipo al funzionamento competitivo di un’economia di mercato. Il problema però è che di solito agiscono lentamente. Invece la questione più impellente per molte economie europee non sta nel rallentamento (pur evidente) della crescita potenziale, ma nel perdurare di ampi “output gap”. In altre parole, il nodo sta nella carenza di domanda aggregata, che ha portato all’attuale stagnazione.

Il quadro è certamente differenziato all’interno della stessa Eurozona. La Germania, dopo la Grande Recessione del 2009, è cresciuta a ritmi invidiabili ed il tasso di disoccupazione in quel paese è sceso sotto il 6%. Altri Paesi come la Francia – come pure l’intera Eurozona – sono appena tornati ai livelli di prodotto reale precedenti la crisi, ma la disoccupazione è ancora eccessiva. I Paesi più

periferici – Italia, Spagna, Portogallo e Grecia – presentano *gap* di Pil (ed ancor più di produzione industriale) molto ampi rispetto alla situazione pre-crisi; la disoccupazione, pur in discesa da un paio d’anni, è tuttora troppo elevata e lunga è la strada per tornare a condizioni “normali”.

Le politiche fiscali dovrebbero quindi divenire più espansive. L’austerità degli ultimi anni è stata deleteria in quanto è risultata “*self-defeating*”. Le misure restrittive hanno avuto infatti un considerevole impatto negativo sul Pil, maggiore di quanto preventivato, anche a causa di moltiplicatori fiscali più grandi di quanto ipotizzato dalle autorità. Pertanto, pur riducendo i disavanzi pubblici – come imposto dal Patto di stabilità e crescita (PSC) e dal *Fiscal Compact* – la caduta o bassa crescita del Pil, specie in un contesto di deflazione, ha reso praticamente impossibile la riduzione dei rapporti debito/Pil. Anche per la sostenibilità del debito pubblico è più importante far ripartire in modo vigoroso la crescita economica che non sforzarsi di ridurre di qualche altro decimale i disavanzi sul Pil.

4. La flessibilità richiesta nel “Documento programmatico di bilancio 2017” per questi due tipi d’intervento ammonta allo 0,5% del Pil.

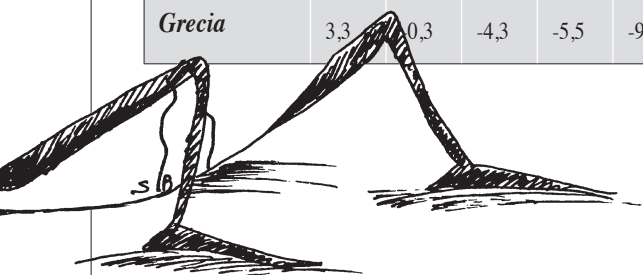
5. Infatti solo la Grecia ha fatto peggio di noi nell’ultimo decennio; ma, secondo le previsioni del Fmi, nei prossimi anni perfino il Paese ellenico ci supererà come intensità della ripresa. E ciò avverrà nonostante le diverse posizioni di forza delle due economie (in aggiunta alla necessità di recuperare un divario molto maggiore in Grecia): basti citare l’importanza e la qualità delle produzioni manifatturiere italiane.

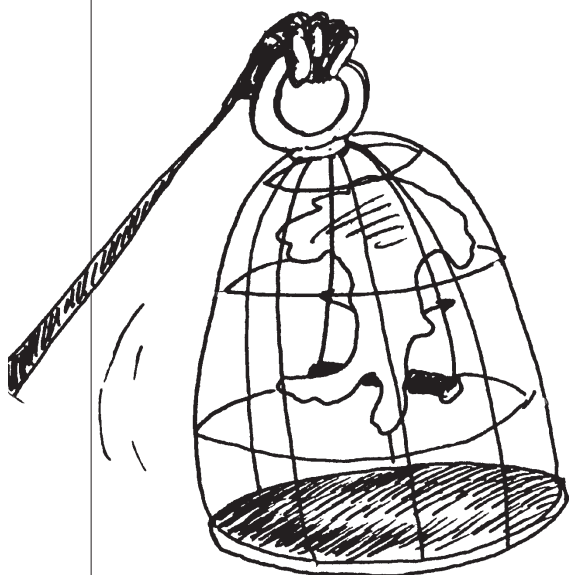
6. Quindi più contenuta sia rispetto a quella del Fmi di ottobre sia di quella governativa di fine settembre (0,1% in meno per entrambi gli anni rispetto a quanto previsto nella “Nota di aggiornamento del Def”). Si vedano le Autumn 2016 European Economic Forecast della Commissione europea.

Variazioni percentuali annue del Pil (a prezzi costanti)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Mondo	5,7	3,0	-0,1	5,4	4,2	3,5	3,3	3,4	3,2	3,1	3,4	3,6	3,7	3,7	3,8
Stati Uniti	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,7	2,4	2,6	1,6	2,2	2,1	1,9	1,7	1,6
Giappone	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,4	0,0	0,5	0,5	0,6	0,5	0,7	0,1	0,6
Paesi emergenti	8,6	5,8	2,9	7,5	6,3	5,3	5,0	4,6	4,0	4,2	4,6	4,8	5,0	5,1	5,1
Cina	14,2	9,6	9,2	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,6	6,2	6,0	6,0	5,9	5,8
India	9,8	3,9	8,5	10,3	6,6	5,6	6,6	7,2	7,6	7,6	7,6	7,7	7,8	8,0	8,1
Brasile	6,1	5,1	-0,1	7,5	3,9	1,9	3,0	0,1	-3,8	-3,3	0,5	1,5	2,0	2,0	2,0
Russia	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,0	3,5	1,3	0,7	-3,7	-0,8	1,1	1,2	1,5	1,5	1,5
Unione europea	3,3	0,6	-4,3	2,1	1,7	-0,4	0,3	1,6	2,3	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	1,7
Regno Unito	2,6	-0,6	-4,3	1,9	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2	1,8	1,1	1,7	1,8	1,9	1,9
Eurozona	3,0	0,4	-4,5	2,1	1,5	-0,9	-0,3	1,1	2,0	1,7	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5
Germania	3,4	0,8	-5,6	4,0	3,7	0,7	0,6	1,6	1,5	1,7	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2
Francia	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,2	0,6	0,6	1,3	1,3	1,3	1,6	1,7	1,8	1,8
Italia	1,5	-1,1	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,3	0,8	0,8	0,9	1,1	0,9	0,9	0,9
Spagna	3,8	1,1	-3,6	0,0	-1,0	-2,6	-1,7	1,4	3,2	3,1	2,2	1,9	1,9	1,8	1,6
Irlanda	3,8	-4,4	-4,6	2,0	0,0	-1,1	1,1	8,5	26,3	4,9	3,2	3,1	2,8	2,8	2,8
Portogallo	2,5	0,2	-3,0	1,9	-1,8	-4,0	-1,1	0,9	1,5	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Grecia	3,3	-0,3	-4,3	-5,5	-9,1	-7,3	-3,2	0,7	-0,2	0,1	2,8	3,1	2,8	2,4	1,8

Fonte: Fondo Monetario Internazionale (ottobre 2016)





croeconomica sia sul piano redistributivo, anche per correggere le più evidenti piaghe sociali causate dalla lunga crisi. Si ha però l'impressione di misure eterogenee, non ben inserite in un piano organico di rilancio. In questo contesto anche le riforme strutturali attuate, inclusa quella del mercato del lavoro, perdono efficacia: le imprese non riescono a creare occupazione, qualunque sia il contesto istituzionale, in assenza di una robusta ripresa economica.

Lo scenario più probabile per l'Italia prevede una crescita modesta – attorno all'1% - anche nei prossimi anni, con ulteriori rischi al ribasso. Il paese sembra chiuso in una gabbia in cui prevalgono veti incrociati e lo sfruttamento di posizioni di rendita, cosicché lo spirito riformatore tende ad affievolirsi; e ciò indipendentemente dall'esito del referendum costituzionale (non ancora noto al momento

della stesura di queste note). Crescita modesta significa continui problemi irrisolti, a cominciare dall'eccessivo ed inaccettabile livello della disoccupazione, specie quella giovanile.

Invece ci vorrebbe un vero "shock di domanda".

All'interno della domanda aggregata andrebbero stimolati non solo i consumi, ma ancor più gli investimenti, crollati in Italia del 30% nell'ultimo decennio. È questo un problema comune ad altri Paesi europei, in quanto contrazioni analoghe si sono verificate in Spagna e Portogallo (e molto maggiori in Grecia); inoltre, nello stesso Regno Unito ed ancor più in Francia gli investimenti sono tuttora al di sotto dei livelli pre-crisi.

A proposito di Regno Unito, la Brexit avrà un impatto certamente negativo per l'economia inglese ed in parte sfavorevoli, anche se tuttora difficilmente quantificabili, per il resto del continente⁷. L'impatto della Brexit sull'UE potrebbe riguardare più la sfera strettamente politica che non l'economia. In un possibile scenario, l'uscita potrebbe essere il primo passo verso una disintegrazione dell'Unione o perlomeno una sua progressiva perdita di incisività. Oppure, in uno scenario alternativo, potremmo assistere ad un rilancio del processo d'integrazione (magari all'interno di un gruppo di Paesi più ristretto), in coerenza con l'approccio europeo originario della "ever closer union". Di certo, alla lunga l'euro potrà sopravvivere solo se l'unione monetaria potrà essere completata con una "genuina"⁸ unione economica, che dovrà prevedere una qualche forma di unione fiscale.

Intanto, anche con istituzioni europee immutate, si dovrebbero mutare le politiche economiche correnti. La necessità di uno shock alla domanda potrebbe provenire da un grande

"piano europeo per gli investimenti", molto più concreto ed ambizioso del piano Juncker. Investimenti europei che, in attesa degli auspicabili Eurobond, dovrebbero essere in gran parte finanziati dalla Banca europea per gli investimenti (Bei). A livello nazionale, in attesa in questo caso dell'accettazione nel PSC di qualche forma di "golden rule", occorrerebbe non solo sfruttare tutte le flessibilità che vengono concesse, ma all'interno delle manovre di bilancio dare priorità a questo tipo di spesa pubblica, posto ovviamente che si tratti di progetti utili al Paese, ben formulati e gestiti⁹. Infine, gli investimenti privati, che pure avrebbero bisogno di una scossa, dovrebbero essere favoriti non solo da un più efficiente funzionamento del settore creditizio, ma anche dalle migliorate aspettative a seguito dell'inversione auspicata delle politiche economiche.

E' vero, in quest'ultima parte dello scritto le speranze hanno preso il sopravvento rispetto all'analisi tecnica. Tuttavia compito degli esperti è anche quello di orientare la pubblica opinione affinché le autorità competenti operino quelle scelte più consone al miglioramento del benessere collettivo. E non dobbiamo rassegnarci ad una "nuova normalità"¹⁰, caratterizzata da stagnazione, crescita anemica, alta disoccupazione e squilibri sociali. Squilibri che, in un contesto di globalizzazione mal gestita, hanno portato – in Europa come negli Stati Uniti – al successo dei movimenti populistici e reso più difficile la conduzione della politica economica.

Enrico Marelli

Professore ordinario Università
degli Studi di Brescia

Dipartimento di Economia e management

7. In aggiunta alle incertezze, anche sul piano politico-giuridico, inerenti il percorso di uscita (specie dopo la sentenza dell'Alta Corte inglese).

8. L'aggettivo è ripreso dal noto documento dei "5 Presidenti" del 2015.

9. Piuttosto che grandi opere infrastrutturali, il piano potrebbe riguardare la prevenzione antisismica e contro il dissesto idrogeologico, nonché svariati micro-investimenti, da realizzare ad esempio nelle aree urbane (edilizia popolare e scolastica, sanità, turismo e beni culturali, trasporto locale, protezione ambientale, efficienza energetica, e così via).

10. Proprio nel momento in cui l'economia globale è ancora afflitta da numerose contraddizioni (quelle che economisti come Nouriel Roubini definiscono "new abnormal").