

# Banche centrali al capolinea. Le politiche fiscali sono pronte al passaggio di testimone?



**Gregorio De Felice**  
Chief Economist  
Intesa Sanpaolo

## Lo scenario internazionale

Le incertezze di natura geopolitica e la guerra dei dazi avviata da parte dell'Amministrazione Trump hanno rallentato la dinamica del commercio internazionale. Ne risentono tutti i Paesi con un modello di crescita guidato dall'export e con forte avanzo commerciale: Corea del Sud, Cina, Germania e Italia.

L'attività manifatturiera è in una fase di contrazione a livello globale, più intensa nelle economie avanzate. La tendenza al rallentamento non è ancora esaurita e, anzi, mostra sintomi di estensione al settore dei servizi.

La stasi dei flussi commerciali internazionali è conseguenza della rapida contrazione che l'interscambio fra Cina e Stati Uniti ha subito a seguito dell'imposizione reciproca di dazi punitivi e di altre misure restrittive. A sua volta, ciò ha avuto ripercussioni negative sulle esportazioni di altri Paesi, asiatici ed europei, soltanto in parte compensate dalla riallocazione di quote di mercato.

In aggiunta, il settore manifatturiero è afflitto da problemi di riconversione produttiva nel comparto automobilistico, come effetto dell'introduzione di più stringenti normative sulle emissioni. In Germania l'ampia flessione della produzione di auto, insieme a una contrazione dell'industria chimica superiore al 10%, ha portato la dinamica della produzione industriale in territorio negativo. La presidenza Trump ha messo in discussione l'ordine geopolitico mondiale. A partire dal 2018, dopo l'entrata in vigore della riforma tributaria, la Casa Bianca ha scardinato multilateralismo e cooperazione globale sul fronte commerciale. Il cambiamento di regime è stato graduale, ma ormai è consolidato: il contesto operativo del commercio internazionale e anche quello delle tradizionali alleanze politiche è strutturalmente mutato.

Difficilmente ci sarà un'inversione di tendenza nel 2020. Dopo il recente rinvio dell'ulteriore rialzo dei dazi, la previsione è che la situazione, nella migliore delle ipotesi, resti in un limbo.

In novembre l'amministrazione americana dovrà pronunciarsi sulla questione del settore auto, che potrebbe riprodurre il percorso visto con la Cina, con ricadute sull'economia USA e su quella mondiale, generate non solo da possibili nuovi dazi, ma anche dall'aumento di incertezza.

Le stime di consenso sulla crescita mondiale si collocano al 2,6% nel 2019 e nel 2020. La riduzione dei ritmi di crescita rispetto al 2018 è stata pari allo 0,9% per l'Area euro, allo 0,6% per gli Stati Uniti, allo 0,4% per la Cina.

## Lo scenario per l'Italia

La crescita economica del nostro Paese è sostanzialmente nulla da metà 2018, frenata da un contributo quasi costantemente negativo dell'industria alla crescita del valore aggiunto.

L'andamento delle esportazioni è migliorato, ma il suo contributo è stato del tutto compensato dalle importazioni. Il contributo positivo della domanda finale interna è stato a sua volta compensato dal calo delle scorte.

La ripresa sarà marginale nei mesi finali dell'anno: le indagini congiunturali non segnalano un significativo rimbalzo dell'attività economica. La crescita del PIL è prevista nulla per quest'anno e in lieve accelerazione nel 2020, allo 0,3%.

In parte per fattori demografici e per l'aumento dell'età effettiva di pensionamento, la dinamica occupazionale resta positiva, così come quella del reddito disponibile delle famiglie. Tuttavia, ciò fatica a tradursi in un incremento della spesa in consumi: si registra infatti un netto rallentamento degli acquisti di beni durevoli e semi-durevoli.

Sul fronte dei conti pubblici, nonostante l'andamento della crescita peggiore delle attese la gestione della manovra 2020 è facilitata dal calo della spesa per interessi, dai risparmi sui due programmi adottati dal precedente governo (quota 100 e reddito di cittadinanza) e da un atteggiamento della

Commissione Europea probabilmente più accondiscendente. Tuttavia, anche nel 2020 è improbabile che il rapporto debito/PIL cali.

A incidere sul basso potenziale di crescita dell'economia italiana è la modesta espansione degli investimenti, su cui l'Italia ha accumulato un notevole gap rispetto agli altri Paesi europei. Nel periodo 2008-18 si è creato uno spread verso la Germania di 140 miliardi: gli investimenti fissi tedeschi in Germania sono aumentati di oltre 15 punti percentuali (+79 miliardi), mentre in Italia si è verificata una contrazione di circa 17 punti percentuali (-70 mld), benché negli ultimi anni vi sia stato un recupero.

Sono poi crollati gli investimenti pubblici. Nell'ultimo decennio -36% in Italia; in Germania +30%. Non è solo una questione di fondi e finanziamenti. L'ANAS segnala che ci sono 202 opere pubbliche da realizzare, per un valore di 16,3 mld, che il precedente Governo aveva programmato di appaltare nel 2019 e che sono state rinviate al 2020 o al 2021; particolarmente colpito è il Mezzogiorno.

### **Politiche monetarie e politiche fiscali**

I banchieri centrali hanno prontamente reagito al rallentamento del ciclo economico.

La Fed ha interrotto la fase di rialzo dei tassi ed è tornata a ridurre i tassi sui Fed Funds. Pur scontando qualche eccesso degli operatori, i tassi di politica monetaria proseguiranno la loro discesa nel 2020. Nelle ultime settimane si sono intensificate le iniezioni di liquidità a vantaggio del sistema finanziario ed è probabile che vengano mantenute durante i primi mesi del 2020.

La BCE ha ridotto il tasso sui depositi delle banche dal -0,40% al -0,50%, ha annunciato un riavvio del programma di acquisti per 20 miliardi al mese a partire da novembre, ha reso più convenienti le operazioni di TLTRO III già comunicate in precedenza.

Il passaggio di testimone tra Mario Draghi e Christine Lagarde non muterà questo scenario. Anzi la futura Presidente della BCE ha già annunciato nel corso della sua audizione al Parlamento europeo che l'eurozona necessita un ampio grado di accomodamento monetario per raggiungere l'obiettivo della stabilità dell'inflazione. Al tempo stesso, ha sottolineato come la politica fiscale debba contribuire più di quanto fatto finora per stabilizzare il ciclo economico.

I tassi a lungo termine sono in continua riduzione: tutta la curva tedesca è negativa, la curva dei rendimenti italiana è negativa fino ai tre anni; il 69% delle obbligazioni dell'area euro ha rendimenti nulli o negativi.

In Europa, cresce la preoccupazione dei banchieri e di una parte del Consiglio della BCE per il persistere di tassi negativi. La BCE sostiene che la politica monetaria adottata ha consentito una maggiore crescita del PIL dell'eurozona pari al 2,7% dal 2015 al 2018 e a una maggiore inflazione pari all'1,3%. I tassi negativi hanno però avuto effetti collaterali non positivi. La presenza di tassi negativi su obbligazioni prive di rischio ha un effetto distorsivo nella allocazione della ricchezza a favore dei mercati azionari. In assenza di una ripresa economica è evidente il rischio di raggiungere valutazioni gonfiate dai flussi di acquisto.

La remunerazione del risparmio delle famiglie ne è stata mortificata, tanto che vi è il rischio – finora non concretizzatosi – che le famiglie europee possano essere spinte a risparmiare di più per compensare i minori rendimenti della ricchezza. In questo caso, si avrebbe una riduzione della propensione al consumo con effetti negativi sulla crescita. I conti economici del mondo assicurativo, del sistema bancario, delle società di gestione del risparmio risentono della situazione anomala sui tassi. Il ciclo economico non consente una inversione di tendenza alla politica monetaria. Le ragioni sommariamente espresse rendono anche chiaro che non è possibile accrescere il livello di espansione monetaria.

È arrivato il momento di affiancare alla politica monetaria espansiva della BCE politiche di bilancio a favore della crescita. In altre regioni del mondo, la politica fiscale ha svolto un ruolo ben più importante rispetto a quanto fatto nell'eurozona. Negli Stati Uniti, per esempio, dal 2009 al 2018 il saldo primario corretto per il ciclo è stato in media pari al -3,6%. Nell'area dell'euro nello stesso periodo abbiamo invece avuto un avanzo pari allo 0,5%.

Nell'Eurozona, alcuni Paesi (fra questi, in particolare la Germania) dispongono di spazio per utilizzare il bilancio pubblico in senso anti-ciclico, mitigando i rischi di recessione. L'attenzione per i temi ambientali, per l'innovazione, per le infrastrutture potrebbero permettere all'Europa di tornare a essere più competitiva nello scenario internazionale e vincere le resistenze di chi considera la eurocrazia un inutile fardello delle nostre economie.

Credo serva poco chiedere alla BCE di far tornare i tassi in territorio positivo e non esprimere con chiarezza e determinazione alle cancellerie del Nord Europa la necessità di un appropriato *policy mix*. La politica di bilancio ha capacità di contrastare le fasi negative del ciclo ben superiori a quelle della politica monetaria.