

**Luiss**

Institute for European Analysis and Policy

# **L'economia italiana e l'effetto-fiducia indotto dagli aiuti europei**

**Il rischio di una ricaduta in assenza di impegni istituzionali del governo**

**Carlo Bastasin**

Policy Brief 8/2023

**LUISS**



20 giugno 2023

## **L'economia italiana e l'effetto-fiducia indotto dagli aiuti europei**

Il rischio di una ricaduta in assenza di impegni istituzionali del governo

**Carlo Bastasin**

La crescita del Pil italiano è stata rivista nettamente al rialzo nel 2023 dalla Banca d'Italia che a giugno ha più che raddoppiato l'aumento atteso rispetto allo 0,6% previsto a gennaio. Il rafforzamento della crescita fa seguito a un andamento nel 2021 e nel 2022 che aveva anch'esso sorpreso per vigoria, con un dato finale cumulato per i due anni pari al 10,7%. L'economia italiana ha quindi recuperato più rapidamente del previsto la drammatica caduta del prodotto del 2020 avvenuta in conseguenza della crisi pandemica e a conclusione di decenni di stagnazione.

Il fatto che per tre anni consecutivi le previsioni siano state superate dai dati consuntivi ha indotto numerosi osservatori a ipotizzare che in Italia sia in corso un cambiamento strutturale nel funzionamento del sistema economico. Se così fosse, il livello della crescita potenziale potrebbe distaccarsi dal livello di stagnazione dei decenni precedenti il 2020 rendendo più agevole la stabilizzazione del rapporto debito/Pil. Le previsioni attuali per i prossimi anni sembrano contemplare un distacco del sentiero di crescita dal livello stazionario, ma non possono essere interpretate in modo conclusivo come un'inversione di rotta permanente e strutturale.

Dopo la forte ripresa nel primo trimestre del 2023 (0,6 per cento), la Banca d'Italia prevede un Pil in espansione in misura contenuta nel resto fino all'orizzonte di previsione del 2025, frenato dal peggioramento delle condizioni di finanziamento. In media d'anno il prodotto aumenterebbe dell'1,3 per cento nel 2023, dell'1,0 nel 2024 e dell'1,1 nel 2025<sup>1</sup>. Si tratta di livelli che non si distaccano troppo dal solo contributo diretto del Pnrr (il Piano nazionale di ripresa e resilienza formulato nel contesto delle iniziative europee di sostegno alle economie europee dopo la crisi pandemica). È quindi necessario cercare di distinguere i fattori di spinta congiunturale degli aiuti fiscali europei, dai riflessi strutturali che non sembrano, nel breve-medio termine, tali da rompere la tendenza stazionaria dell'economia negli anni considerati. In questa nota, ci limiteremo a esprimere alcune valutazioni sulle interazioni degli aiuti europei rispetto agli investimenti privati.

Chi interpreta gli sviluppi attuali come un incoraggiante segnale di cambiamento si basa infatti, soprattutto, sul dato di forte aumento degli investimenti fissi lordi. Nel 2021 l'aumento di tali investimenti fu del 18,6% (pari

---

<sup>1</sup> [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2022/rel\\_2022.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2022/rel_2022.pdf)

a un contributo alla crescita del 3,3% del Pil). Nel 2022, l'incremento è stato pari al 9,7% (corrispondente a oltre metà dell'intero aumento del Pil dello scorso anno. Una crescita guidata dagli investimenti tende a giustificare un'interpretazione strutturale, osservando l'aumento della dotazione dello stock di capitale. Anche nell'anno in corso si registrerebbe un significativo aumento degli investimenti fissi lordi pari al 3%, ma già negli anni successivi l'andamento sarebbe meno marcato (stazionario nel 2024 e in leggero incremento 0,9% nel 2025). Il rallentamento degli investimenti ha giustificato una revisione al ribasso delle attese di crescita del Pil per il biennio 2024-25<sup>2</sup>.

Secondo le attese, nei prossimi anni il sostegno agli investimenti verrebbe principalmente dalla componente pubblica, cioè dagli interventi diretti del Pnrr. Gli investimenti del settore privato invece rallenterebbero marcatamente perché frenati dal rialzo dei costi di finanziamento e da condizioni più rigide di accesso al credito. La spesa in costruzioni residenziali aumenterebbe ancora nell'anno in corso, beneficiando di alcune residue misure di sostegno al settore, per poi ristagnare nel biennio successivo.

Tenendo conto del fatto che la restrizione delle condizioni del credito corrisponde a una normalizzazione della politica monetaria, non è possibile concludere che il rallentamento degli investimenti privati – cioè il ritorno a livelli tipici degli anni precedenti la fase pandemica - sia anomalo e che anzi non corrisponda al normale quadro di politica economica nel quale gli operatori italiani torneranno a fare i conti anche una volta superata la pressione inflazionistica che ha giustificato l'aumento della restrizione monetaria negli ultimi trimestri.

Che cosa ha sospinto gli investimenti privati nel periodo del grande rimbalzo? Un primo fattore è stato la ripresa della domanda di consumi delle famiglie che è stata vigorosa grazie alla disponibilità di ingenti risorse di risparmio accantonate durante la fase di lock-down. Tra il 2018 e il 2021, la ricchezza finanziaria delle famiglie era aumentata vistosamente per poi essersi ridotta solo in parte nel corso del 2022 quando il rapido aumento dei tassi d'interesse ha tagliato il valore degli assets sia azionari, sia obbligazionari. Tuttavia, un consistente serbatoio di risparmio era stato accumulato nel 2020 ed ha potuto sostenere i consumi nel 2022. Si tratta di un fattore one-off, cioè temporaneo, che si sta esaurendo. Inoltre, sulla domanda privata pare aver avuto effetto un fenomeno di illusione monetaria che ha frenato l'internalizzazione nella funzione di consumo dell'erosione dei redditi reali e dei patrimoni.

Un ulteriore impulso è venuto dalla domanda estera. Le esportazioni italiane, infatti, hanno continuato a espandersi del 9,4 per cento nel 2022. L'aumento è stato estremamente elevato per la componente dei servizi (28,4 per cento) che, sospinta dalle entrate turistiche, ha interamente recuperato i valori precedenti la pandemia. L'incremento delle vendite all'estero di beni (6,1 per cento), che già nel 2021 avevano di poco superato i livelli del 2019, è stato più marcato rispetto agli altri paesi dell'eurozona. Questa robustezza del commercio estero è l'indicatore che più giustifica l'ipotesi di un'economia che avrebbe operato un salto nel livello di competitività (se non di produttività) rendendo possibile un tasso di sviluppo più elevato negli anni a venire.

Un maggiore contributo alla crescita economica e agli stessi investimenti è venuto invece dal disavanzo pubblico, soprattutto se si contabilizzano i crediti d'imposta al settore edilizio. Si tratta di ingenti incentivi al settore delle costruzioni e dei servizi immobiliari che rappresentano una parte consistente dell'aumento degli

---

<sup>2</sup> [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2022/rel\\_2022.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2022/rel_2022.pdf)

investimenti delle imprese. Anche questo contributo è destinato però ad esaurirsi, mentre il percorso dei saldi di finanza pubblica indica un impatto restrittivo della politica di bilancio negli anni a venire.

In tali circostanze, il cambio di passo dell'economia sembrerebbe legato soprattutto al buon esito dei piani di attuazione degli aiuti europei lanciati con il programma Next Generation-EU (NGEU). L'impatto del Pnrr sul tasso di crescita dell'economia italiana proviene in primo luogo dalla spesa fiscale attraverso i contributi di capitale<sup>3</sup> e in secondo luogo attraverso l'impatto, soggetto a notevole incertezza, delle riforme strutturali sulla crescita tendenziale della produttività totale dei fattori. Al momento della presentazione del programma, fu stimato che i progetti di investimento attivati dal Pnrr sarebbero stati in grado di innalzare il Pil di oltre 2 punti percentuali nell'arco di un quinquennio, grazie allo stimolo diretto e agli effetti di attivazione della domanda aggregata, e di oltre 3 punti tenendo conto delle complementarità tra investimenti pubblici e privati. Questo fenomeno di "crowding-in" è particolarmente difficile da prevedere oltre, ovviamente, a dipendere dall'efficace attuazione dei piani europei. Ancora più difficile è la stima delle riforme prefigurate nel Piano, il cui impatto positivo aggiuntivo sull'attività economica nel 2021 era stato stimato tra 3 e 6 punti percentuali nell'arco di dieci anni. I dubbi recenti sull'efficace realizzazione sia degli investimenti pubblici sia delle riforme previste dal Pnrr hanno indotto maggiore riflessione sugli effetti permanenti che è giustificato attendersi.

Secondo le stime iniziali della Bce<sup>4</sup>, l'effetto cumulato dovuto all'impulso fiscale di NGEU avrebbe dovuto ammontare a un punto di Pil entro il 2022 e all'1,4% entro il 2026. Per quanto stimato nell'aprile 2023 dal ministero dell'Economia (DEF<sup>5</sup>) invece l'impulso dei contributi di capitale nel 2022 è stato pari a circa lo 0,2% del Pil, mentre l'effetto delle riforme non può essere ancora considerato. Come è noto, i contributi di capitale europei non entrano nel calcolo del Pil se non quando vengono utilizzati dall'amministrazione pubblica per l'acquisto di beni o servizi. Non a caso, l'effetto stimato sul Pil diventa più significativo nel 2023 quando l'impatto del Pnrr è stimato all'1% del Pil. Tra il 2024 e il 2026, l'impatto sale dall'1,8% al 3,4%. Paradossalmente, il contributo alla crescita del Pil coincide dunque - in base alle stime dell'incremento degli investimenti fissi lordi della Banca d'Italia - non con un aumento degli investimenti privati, ma con un loro rallentamento.

**TAVOLA II.2: IMPATTO MACROECONOMICO PNRR (scostamenti percentuali rispetto allo scenario base)**

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIL	0,1	0,2	1,0	1,8	2,7	3,4
Consumi privati	-0,3	-0,6	-0,8	-0,6	0,0	1,0
Investimenti totali	1,2	3,3	8,0	11,0	13,0	12,4
Importazioni	0,0	0,2	0,9	1,8	2,8	3,7
Esportazioni	-0,1	-0,4	-0,6	-0,3	0,6	1,8

Fonte: Elaborazione MEF-DT, modello QUEST-III R&D.

<sup>3</sup> <https://www.corteconti.it/Download?id=e08e6013-0c35-4986-88ed-5f624e70889b>

<sup>4</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op291~18b5f6e6a4.en.pdf#page35>

<sup>5</sup> [https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/analisi\\_programmazione/documenti\\_programmatici/def\\_2023/DEF-2023-Programma-Nazionale-di-Riforma.pdf](https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/analisi_programmazione/documenti_programmatici/def_2023/DEF-2023-Programma-Nazionale-di-Riforma.pdf)

## Il ruolo delle aspettative

L'ipotesi che formuliamo qui, in coerenza con quanto detto, è che il Pnrr abbia già esercitato in anticipo il suo potente effetto di "crowding in" prima ancora che gli effetti del Piano si materializzassero. Questo sarebbe avvenuto attraverso un effetto-fiducia che ha modificato le aspettative delle imprese nel biennio 2021-2022 soprattutto grazie al ridimensionamento del premio per il rischio di credito dell'Italia. In tal caso, il fattore fondamentale di fiducia non sarebbe quello del rilancio degli investimenti, ma quello derivato dal segnale della mutualizzazione del debito attraverso il quale il Pnrr viene finanziato dall'Unione europea.

L'effetto delle aspettative è di difficile misurazione. Secondo l'indagine di Banca d'Italia sugli indicatori rilevati da sondaggi diretti con le imprese, si è manifestato un fenomeno non lineare: alla fine dello scorso anno. Il saldo tra giudizi di miglioramento e peggioramento delle condizioni per investire nel quarto trimestre è rimasto ampiamente negativo, pur dimezzandosi rispetto alla precedente rilevazione. Tuttavia, nonostante i giudizi sfavorevoli sulle condizioni per investire, il saldo fra previsioni di aumento e diminuzione della spesa per beni capitali è rimasto positivo in tutti i settori segnalando una prosecuzione dell'accumulazione (13,8 punti percentuali).

Su questa base, è possibile fare ricorso a un altro indicatore di aspettativa rivelato dall'andamento dei titoli azionari delle maggiori imprese. L'indice di Borsa (MIB 30) segna un netto aumento che coincide con l'approvazione del programma di aiuti europei. Tra il maggio 2020 (quando viene annunciato l'accordo franco-tedesco del programma che nel mese successivo dà luogo alla decisione del Consiglio UE su NGEU) e la fine del 2022, l'indice dei titoli azionari italiani è cresciuto di circa il 50%, un incremento superiore a quello degli indici analoghi dei maggiori paesi europei.

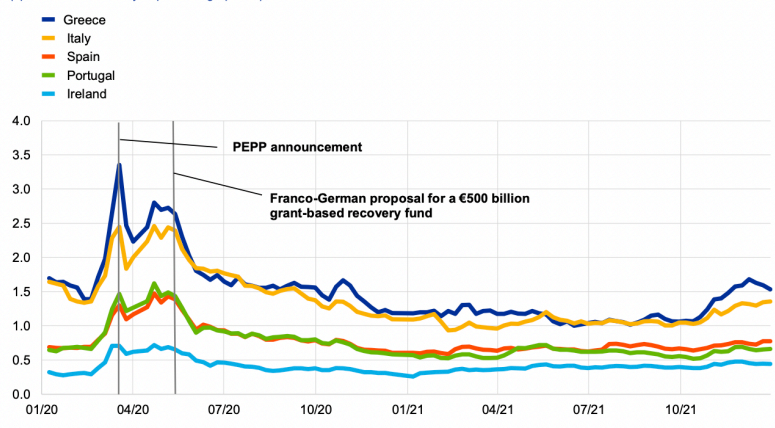
### Indice MIB-30



Questo fenomeno è legato anche alla riduzione del rischio di credito del paese, misurato dal differenziale dei tassi d'interesse italiani rispetto a quelli tedeschi.

## Ten-year sovereign bond yield spreads

(spread over Germany in percentage points)



Source: Refinitiv.

Nel grafico sui rendimenti dei titoli decennali in diversi paesi europei è possibile osservare come sia stato proprio l'annuncio del piano franco-tedesco – ancor più del precedente intervento della BCE sul mercato dei titoli (PEPP) - a determinare la riduzione degli “spread”.

In termini generali, la caratteristica più importante della curva della domanda di investimenti in relazione al livello dei tassi d'interesse non è tanto la sua pendenza negativa, quanto piuttosto il fatto che la curva sia soggetta a “spostamenti” in ragione delle aspettative. In Italia, tuttavia, le aspettative legate a vari fattori dell'economia si manifestano regolarmente anche sul rischio di credito del paese e quindi proprio sui tassi d'interesse, rendendo ancora più marcata la relazione negativa della curva degli investimenti.

Una variazione dello stock di capitale modifica la capacità produttiva futura. Se le aspettative cambiano in modo tale da aumentare il rendimento atteso dall'investimento, la curva della domanda di investimento si sposta verso destra. Questo sembra essere successo in Italia a partire dal maggio 2020 e spiegherebbe l'aumento inatteso degli investimenti privati. Tuttavia, quanto avvenuto non significa che lo *shift* della curva rappresenti un fattore strutturale. Lo sarebbe solo se il motivo della riduzione dello spread (la mutualizzazione del debito europeo) diventasse un fattore permanente del sistema politico-economico e finanziario europeo.

## Implicazioni di politica economica

In questo senso è comprensibile per quale ragione il governo in carica abbia aderito a una linea di “credibilità fiscale” allineata al controllo del debito pubblico nazionale. Nel farlo ha assunto una posizione in netto contrasto con la retorica euroscettica che aveva caratterizzato la propaganda precedente alle elezioni del 27 settembre 2022. Il cambio di rotta è stato comunicato immediatamente dopo la nomina del governo, nell'ottobre scorso, ed ha suscitato una reazione positiva da parte degli investitori nei titoli del debito pubblico, portando a un'ulteriore riduzione del differenziale dei tassi di interesse italiani rispetto a quelli tedeschi.

Se l'impatto del Pnrr è legato, a monte, all'effetto-fiducia indotto nei paesi più indebitati dalla mutualizzazione del debito, tuttavia, il successo nell'implementazione del piano rappresenta un fattore decisivo non tanto nella conversione strutturale dell'economia italiana (soggetta come detto all'incertezza sugli effetti reali del Pnrr e

sul livello del moltiplicatore fiscale degli investimenti pubblici e delle riforme), quanto nella possibilità di replicare altri esercizi di mutualizzazione che avrebbero effetti positivi sullo spread e, in immediata conseguenza, sulla fiducia delle imprese italiane nella stabilità finanziaria del paese che è preconditione nelle decisioni di investimento. Rendere permanente gli esercizi di mutualizzazione del finanziamento degli investimenti dei paesi europei rappresenterebbe una svolta decisiva per le economie dei paesi indebitati.

Per questa ragione, oltre alla conversione del governo in tema di disciplina fiscale e all'implementazione del piano in accordo con la Commissione europea, è indispensabile un ulteriore passaggio: l'adesione del governo italiano al progetto di più stretta integrazione finanziaria, ed economica dell'Unione europea, tale da rafforzare la piattaforma politico-istituzionale su cui può poggiare un'intensificazione delle iniziative di comune sostegno all'economia europea e di condivisione dei finanziamenti. In questo quadro, sono importanti le iniziative di adesione alle regole di governance dell'economia europea, mentre avrebbe quanto meno un carattere segnaletico l'adesione alla riforma del Trattato del Meccanismo europeo di stabilità. In vista delle elezioni parlamentari europee, un pronunciamento politico in opposizione alle retoriche euroscettiche rappresenterebbe un impegno rilevante dei partiti di governo nei confronti dei paesi partner. Passi in questa direzione rafforzerebbero il consenso tra i paesi europei sulla condivisione di responsabilità nelle politiche di interesse comune.

In conclusione, la buona performance dell'economia italiana sembra legata alle aspettative di stabilità finanziaria del paese giustificate dal programma NGEU e dalla mutualizzazione del debito relativo. Tali aspettative si sono riflesse nel differenziale dei tassi d'interesse che ha influenzato direttamente il rapporto tra costo e rendimento degli investimenti privati ancor prima che si manifestassero gli effetti materiali di investimenti e riforme del Pnrr. L'esperienza degli ultimi anni dimostra che il livello del differenziale è determinato, oltre che dalla disciplina fiscale, dalle iniziative comuni europee di mutualizzazione delle politiche economiche. Rendere permanenti le iniziative comuni di investimento e debito europei rappresenterebbe una svolta decisiva per l'economia italiana. Questa svolta richiede consenso sul processo di maggiore integrazione europea e un impegno politico a riconoscere le responsabilità condivise.