

RAPPORTO CER 3/2018

LA MANOVRA, I TASSI DI INTERESSE E LA CRESCITA

ESTRATTO

La manovra: principali elementi di valutazione

L'AUMENTO DEL DISAVANZO

1

Secondo quanto dichiarato nella NADEF, con la manovra di finanza pubblica per gli anni 2019-2021 il Governo intende avviare "un cambiamento profondo delle strategie di politica economica e di bilancio, che negli anni passati non hanno consentito di aumentare significativamente il tasso di crescita, ridurre il tasso di disoccupazione e porre il rapporto debito/Pil su uno stabile sentiero di riduzione".

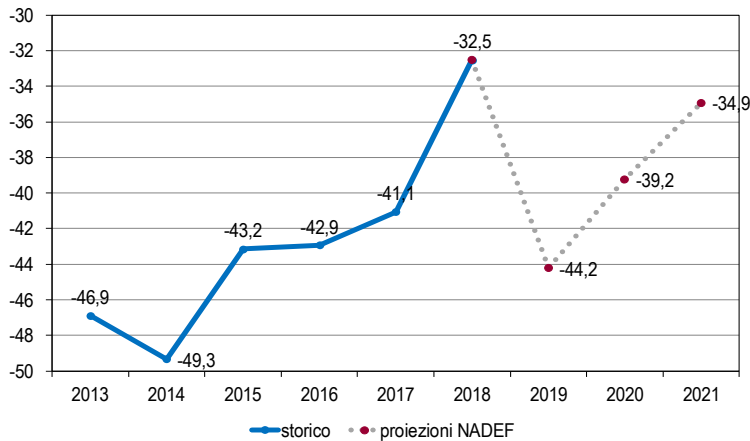
Nella fissazione degli obiettivi programmatici, questa esigenza di discontinuità viene declinata nei termini di un aumento dell'indebitamento netto, che per il 2019 viene riportato ai livelli massimi dal 2014, con un incremento di 12 miliardi rispetto al dato di preconsuntivo di quest'anno (grafico 1). Il disavanzo viene conservato al di sopra del valore del 2018 anche nella proiezione per il 2020-21, con uno scostamento residuo, a fine periodo, di 2,5 miliardi. In sostanza, il percorso di riduzione dell'indebitamento viene interrotto per tutto il periodo programmatico.

Una simile scelta costituisce un'effettiva rottura rispetto all'impostazione seguita nella precedente legislatura. Non ci si limita, infatti, a deviare da futuri obiettivi di avvicinamento al pareggio di bilancio, come si è fatto anche nel passato quinquennio, ma si decide di aumentare il livello del deficit rispetto a un risultato già conseguito.

Invero, anche nel 2014, in avvio della precedente legislatura, il disavanzo era stato fatto aumentare (di 2,4 miliardi, ancora grafico 1), ma già nel 2015 si era ritornati al di sotto del livello di partenza. Soprattutto, va osservato che la scelta di promuovere un'espansione del bilancio si realizza oggi in condizioni cicliche molto diverse da quelle del 2014. Ci si trovava allora nel pieno del secondo avvallamento recessivo, con una contrazione del prodotto che nel 2013 era ancora nell'ordine del 2 per cento (grafico 2). L'aumento del disavanzo pubblico viene invece oggi promosso dopo 22 trimestri di variazioni positive del Pil e un solo trimestre di variazione nulla, con un saggio di crescita che nel 2017 ha raggiunto il massimo dal 2010 e con una previsione che evidenzia un rallentamento ma non ancora condizioni recessive (vedi capitolo successivo).

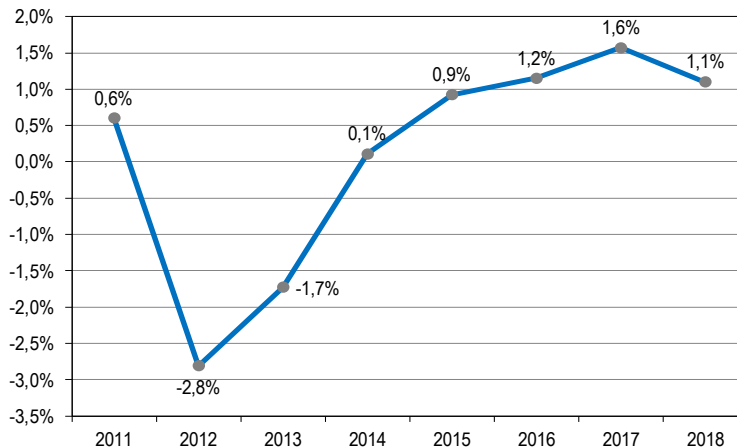
Nell'analisi del Governo, l'espansione di bilancio resterebbe cionondimeno necessaria, sia per "ridurre sensibilmente entro i primi due anni della legislatura il divario di crescita rispetto all'eurozona", sia per contrastare, appunto, i segnali di rallentamento dell'economia, che sono andati consolidandosi nella seconda parte dell'anno. Obiettivi che giustificerebbero l'allontanamento dal sentiero di convergenza europeo.

Grafico 1. Indebitamento netto della PA: andamento storico e programmatico (miliardi di euro)



Fonte: ISTAT e NADEF.

Grafico 2. Variazione del Pil e output gap



Fonte: ISTAT e modello econometrico CER.

2

Da tempo - e prima di altri - il CER ha evidenziato gli errori di impostazione e normativi insiti nell'impianto di sorveglianza del Fiscal compact (1). In particolare, in Fantacone e altri (2015) si evidenziano "i molti limiti delle misurazioni proposte dalla Commissione, che risul-

(1) Fantacone S., P. Garalova e C. Milani, Pacta servata sunt, Rapporto CER Aggiornamenti, 25 marzo 2014; Fantacone S., P. Garalova e C. Milani, Deficit di strutturali e politiche di bilancio: i limiti del modello europeo, Rivista di Politica Economica, Gennaio-Marzo, 2015.

tano scarsamente significative in termini econometrici, troppo mutevoli nel tempo e fortemente condizionate dallo stato del ciclo economico”, osservando come una “cattiva tecnica” abbia in tal modo imposto “ad alcuni paesi dell'Eurozona, fra cui l'Italia, elevate perdite di prodotto e alti costi sociali”. Nello stesso contributo si esplicita il limite insito nel presupposto di base del modello europeo, per cui in presenza di un *output gap* nullo il saldo di bilancio debba essere nullo anch'esso. Infatti, se in presenza di un *output gap* nullo il saldo fra risparmi e investimenti è positivo, come è certamente possibile che avvenga, si impone al sistema un equilibrio di sottoccupazione, che si traduce in un accumulo di avanzi di bilancia dei pagamenti e in un allontanamento dell'Eurozona dei principi del coordinamento internazionale delle politiche economiche.

Le incoerenze interne del Patto di stabilità e l'indubbia necessità di ripensare un modello che con la crisi del 2008 ha raggiunto probabilmente il suo massimo grado di entropia ed esaurito quindi la sua dinamica, non significa tuttavia che un aumento del disavanzo sia effettivamente funzionale a un rafforzamento della crescita italiana. Rilevano a tal fine la composizione della manovra e la capacità che si può assegnare ai singoli interventi di risolvere problemi di natura strutturale (il divario di crescita con l'eurozona) piuttosto che di contribuire alla stabilizzazione del ciclo economico (il contrasto del rallentamento). Più in generale, occorre ricordare che gli stessi schemi dell'analisi keynesiana descrivono le condizioni che possono limitare gli impulsi sulla crescita di un maggiore disavanzo, fino a identificare il caso di completa inefficacia di una politica espansiva del bilancio pubblico.

3

Si consideri ad esempio l'effetto di un aumento della spesa pubblica all'interno di un semplice modello IS-LM di economia chiusa e senza effetti ricchezza. Un aumento della spesa pubblica sposta verso destra la scheda IS e se l'offerta di moneta è fissa (invarianza della scheda LM) il sistema viene portato su un nuovo equilibrio caratterizzato da un più alto livello del prodotto, ma anche del tasso di interesse. Si determina cioè uno spiazzamento della spesa privata sensibile al livello dei rendimenti (investimenti, beni durevoli, abitazioni) e il moltiplicatore finale risulta più basso di quello della spesa pubblica propriamente detto. L'effetto spiazzamento aumenta se, per una qualsiasi ragione, l'aumento del disavanzo provoca un peggioramento delle aspettative degli operatori sul futuro livello del tasso di interesse. In questo caso aumenta la pendenza della curva LM per cui il nuovo equilibrio si collocherà, rispetto al precedente, in corrispondenza di un minore livello del prodotto e di un maggiore livello del tasso (2). Nel caso limite in cui la curva LM divenga verticale, l'iniziale manovra espansiva si traduce soltanto un aumento del tasso di interesse, senza alcuna variazione del prodotto. L'effetto moltiplicativo viene cioè azzerato (3).

(2) Un aumento del prodotto comporta una maggiore domanda di moneta per transazioni. Nello schema IS-LM, per ristabilire l'equilibrio monetario è necessario che si riduca quindi la domanda speculativa di moneta. Quest'ultima è funzione decrescente del livello del tasso di interesse, perché tanto più alto è quest'ultimo, tanto più alta è la convenienza ad acquistare titoli, “cedendo” liquidità al sistema. Se l'aumento del tasso di interesse corrente viene però letto dal mercato come anticipo di un ulteriore aumento del tasso futuro, la domanda di moneta speculativa non si riduce e l'equilibrio monetario non viene ripristinato, se non a livelli ancora superiori del tasso di interesse, ossia in presenza di una maggiore pendenza della curva LM.

(3) Un'ipotesi ancor più estrema con il moltiplicatore che assume valore negativo è elaborata in Blanchard e altri (2018).

4

Per avere efficacia, l'espansione del bilancio pubblico deve quindi realizzarsi in un contesto di limitato rialzo dei tassi e di non deterioramento della fiducia degli operatori. Solo in questo caso l'aumento del deficit può configurare un recupero di autonomia decisionale della politica economica. L'esito è altrimenti opposto, con un aumento del grado di dipendenza del sistema economico dalle valutazioni dei mercati finanziari. Nell'analisi della manovra di bilancio per il 2019-2021 è pertanto cruciale stabilire se l'aumento dei tassi che la sta accompagnando sia dovuta a fattori esogeni o piuttosto a elementi di incoerenza interna che ne riducono la credibilità agli occhi del mercato.

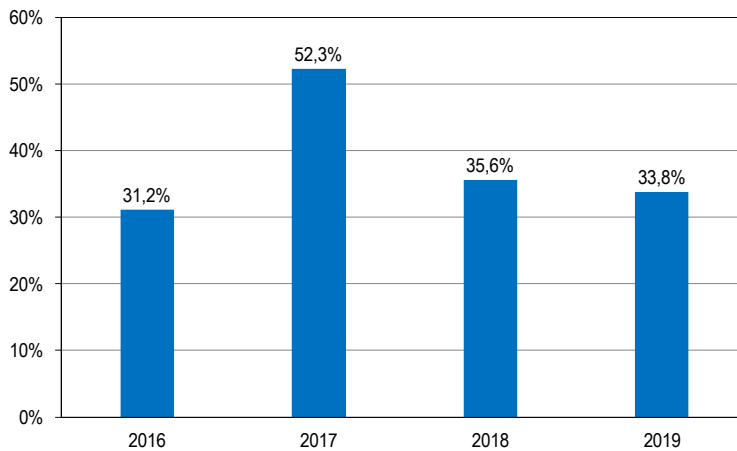
Possono essere considerati fattori esogeni quelli legati alle attese di progressivo esaurimento delle misure straordinarie di politica monetaria - con la fine del QE europeo a partire dal gennaio 2019 - e la rigida chiusura opposta dalla Commissione al progetto di bilancio italiano. Nessuno dei due fattori rappresenta peraltro un evento inatteso, per cui entrambi, per quanto esogeni, andrebbero considerati come dati noti del problema di massimizzazione che il Governo affronta nel varare la propria manovra di bilancio.

Come dati noti del problema vanno altresì considerati almeno altri tre elementi. In primo luogo, il fatto che i regimi monetari siano asimmetrici per definizione, per cui il tentativo di allontanarsi dalle politiche del paese centro sono sempre scontate dai mercati in termini di un maggiore premio al rischio sui titoli emessi dall'economia "deviante". In secondo luogo, per quanto il modello europeo necessita di urgente revisione, le preferenze dei singoli paesi membri non sono oggi tali da mettere in discussione i principi della disciplina di bilancio, indipendentemente dall'orientamento politico dei governi in carica. In terzo luogo, prevale sui mercati l'orientamento a considerare come funzionali a una maggiore crescita misure che riducano il livello delle imposte o aumentino gli investimenti, mentre si ritiene che incrementi della spesa corrente conducano soltanto a un aumento del debito. Alla luce di questo insieme di fattori, assumono rilevanza particolare quella che ci sembrano essere le incoerenze interne della manovra italiana.

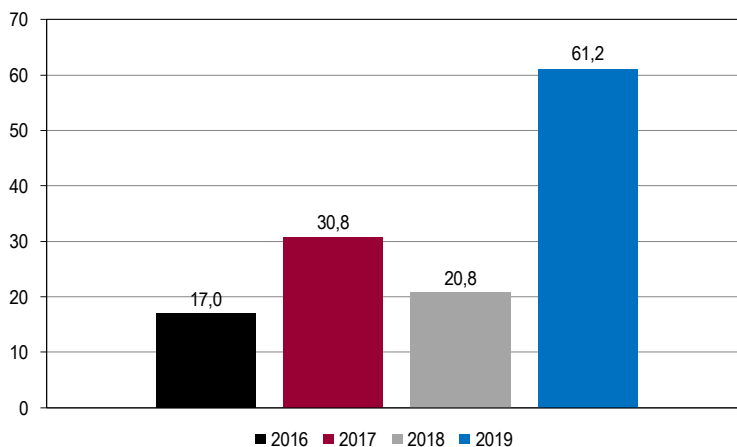
DAGLI INVESTIMENTI PUBBLICI ALLA SPESA CORRENTE: L'INCOERENZA RISPETTO AGLI ANNUNCI

5

Esiste, innanzitutto, un difetto di coerenza rispetto agli annunci. Nella NADEF si afferma di voler puntare sul rilancio degli investimenti, considerati come la componente cruciale per conseguire "un incremento adeguato della produttività del sistema paese e del suo potenziale di crescita". Una posizione più volte ribadita nelle fasi preparatorie della manovra, ma che nella composizione finale dell'intervento trova solo parziale realizzazione, dal momento che agli investimenti è riservata una dotazione finanziaria non preponderante. La quota in conto capitale sulla maggiore spesa programmatica del 2019-2021 è infatti appena superiore al 33 per cento, in linea con le manovre degli anni 2016 e 2018 e considerevolmente inferiore al peso assunto nel 2017 (grafico 3). Ciò che caratterizza l'odierna manovra di bilancio non è dunque l'aumento degli investimenti, quanto l'accelerazione impressa alla dinamica della spesa corrente. A questa componente vengono infatti riservate risorse molto superiori che nel recente passato (grafico 4) e nel sentiero programmatico la spesa primaria corrente registrerebbe nel 2019 un incremento del 3,7 per cento,

Grafico 3. Quota della spesa in conto capitale sulla maggiore spesa programmatica

Fonte: Documenti programmatici, vari anni.

Grafico 4. L'aumento della spesa programmatica corrente nelle recenti manovre di bilancio

Fonte: Documenti programmatici, vari anni.

il massimo dal 2009; nella media del triennio, la variazione sarebbe del 2,2 per cento, il doppio rispetto al quinquennio 2013-2017 (1,1 per cento).

Correttamente, il Governo sottolinea peraltro la necessità di un'azione normativa e di una riorganizzazione mirata della Pubblica Amministrazione, al fine di recuperarne la capacità di spesa in conto capitale e quindi a sbloccare le molte risorse già assegnate nel bilancio pubblico al rilancio degli investimenti. Con questo obiettivo sono state costituite la Centrale per la progettazione delle opere pubbliche e InvestItalia. Il riconoscimento della necessità di un intervento di natura amministrativa in qualche modo giustifica la relativa esiguità delle risorse assegnate con la manovra agli investimenti pubblici, ma allo stesso tempo evidenzia come il ricorso al disavanzo non sia direttamente associabile a un obiettivo di aumento del capitale pubblico.

Per queste ragioni è possibile affermare che la seconda discontinuità fondante della manovra sia, accanto all'aumento del deficit, l'espansione della spesa pubblica corrente. Una scelta contraddittoria rispetto agli annunci iniziali. Risiede qui un primo fattore di aumento endogeno dei tassi di interesse.

IL MANCATO IMPULSO SULLA PRODUTTIVITA' E GLI OBIETTIVI DI CRESCITA

6

L'incoerenza fra l'annuncio di volersi concentrare sulla leva degli investimenti pubblici e la scelta effettivamente compiuta di privilegiare invece l'aumento della spesa corrente, si riflette nel mancato conseguimento dell'obiettivo di produttività. Se ne ha evidenza nella stessa previsione governativa, tanto che, come si osserva nella tavola 1, la dinamica della produttività rimane sostanzialmente inalterata nel passaggio dal quadro tendenziale del DEF a quello programmatico della NADEF, con un'eccezione temporanea (ossia meramente ciclica) per la produttività del lavoro nel 2019. Lo stesso contributo del capitale alla determinazione del prodotto potenziale resta invariato nell'esercizio di contabilità della crescita elaborato dopo aver incorporato i maggiori investimenti pubblici della manovra.

Tavola 1. Stime di aumento della produttività

	Produttività del lavoro		TFP		Contributo del capitale (1)	
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF
2018	0,5	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1
2019	0,3	0,6	0,2	0,2	0,1	0,1
2020	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2
2021	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2

Note: (1) Contributo alla variazione della TFP.

Fonte: DEF e NADEF 2018.

Negando la presenza di effetti misurabili della manovra sulla produttività, si ammette implicitamente che le misure adottate potranno avere al più un effetto temporaneo sulla crescita, limitato al solo impatto iniziale della maggiore spesa. In tal modo gli obiettivi di crescita di medio periodo perdono di credibilità e si può ritenere che questo sia un secondo fattore endogeno di aumento dei tassi.

LE CLAUSOLE DI SALVAGUARDIA E GLI OBIETTIVI DI DEFICIT

7

Il 30 per cento della manovra espansiva per il 2019 è assorbito dalla disattivazione della clausola di salvaguardia sull'IVA. Si agisce qui in piena continuità con quanto fatto in precedenza, dal momento che la clausola in questione non è mai divenuta operativa. Ugualmente in linea di continuità con la precedente legislatura è la scelta di disattivare per intero la clausola solo per il primo esercizio del periodo programmatico, tanto che l'importo iscritto a bilancio come minore entrata scende a 5,5 miliardi nel 2020 e a 4 miliardi nel 2021. Va qui richiamato come questa parte della manovra eviti un calo del Pil ma non modifichi al rialzo le traiettorie di crescita. La disattivazione delle clausole IVA è infatti un'operazione di mera natura contabile, che evita un aumento di prelievo solo figurativo e non modifica i bilanci correnti degli operatori. Le dinamiche economiche in corso non vengono quindi modificate e per questa ragione la previsione del CER viene ormai elaborata secondo un metodo spurio della legislazione vigente, riportando cioè l'attivazione delle clausole di salvaguardia nel campo dell'azione discrezionale del Governo, e non considerandole come

un automatismo di bilancio.

Ciò precisato, va anche sottolineato che nella passata legislatura le clausole hanno comunque svolto un ruolo di disciplina indiretta, nel senso che la loro disattivazione ha assorbito per ampia parte lo scostamento dagli obiettivi europei, portando il Governo a individuare specifiche coperture per le molte misure approvate a sostegno all'economia, rispettando in tal modo il percorso di discesa del disavanzo nominale. Questo vincolo viene ora annullato, dichiarando una disponibilità a tradurre in maggiore deficit la disattivazione delle clausole. Nelle aspettative dei mercati, ne consegue una perdita di credibilità dei valori indebitamento fissati per il 2020-21, che continuano a incorporare circa 15 miliardi annui di maggior gettito IVA. Nella previsione di CER lo scostamento dalle indicazioni programmatiche della NADEF è sensibile, con un indebitamento che raggiungerebbe il 3 per cento del Pil nel 2020 per poi attestarsi al 2,7 per cento nel 2021 (vedi oltre). L'attesa di un maggiore deficit futuro è un terzo fattore che spinge in direzione di un aumento endogeno dei tassi di interesse.

IL DEFICIT E L'INTERVENTO SUL SISTEMA DEL WELFARE

8

Nel 2019, l'aumento programmatico della spesa corrente si concentra per l'80 per cento su due sole voci: reddito di cittadinanza e quota 100. Nel 2019-2021 la quota riservata alle due misure si mantiene, in media, al 75 per cento. L'assenza di coperture per questi due provvedimenti determina quindi l'aumento del deficit.

A tal riguardo, nella NADEF si afferma che "Il mutamento di strategia economica a sostegno della crescita richiede anche di creare le condizioni favorevoli a un rapido processo di ristrutturazione e ammodernamento della nostra struttura produttiva. Questo appare ancora più necessario a fronte dell'esigenza di porsi al passo con l'innovazione tecnologica e i mutamenti imposti dall'economia digitale e le nuove dimensioni dell'economia globale. A tal fine è anche necessario riformare profondamente la logica e il disegno degli investimenti in capitale umano per favorire l'efficiente allocazione delle risorse". Reddito di cittadinanza e "quota 100" vengono appunto presentati come strumenti capaci di soddisfare queste necessità, il primo perché atto a costruire una garanzia per le fasi di transizione lavorativa (oltre che a eliminare sacche di povertà), il secondo perché propedeutico al ringiovanimento della forza lavoro.

Ci si sforza, in sostanza, di convincere ex-post i mercati che le due misure siano state pensate per favorire la crescita, nonostante queste rappresentino provvedimenti bandiera di una campagna elettorale nel corso della quale non erano state presentate come tali. Non a caso, nella stessa articolazione della Legge di bilancio, reddito di cittadinanza e quota 100 trovano accoglienza nel Titolo III (Misure per il lavoro, l'inclusione sociale, la previdenza sociale e il risparmio) e non nel Titolo II (Misure per la crescita).

Il problema risiede qui nel fatto che, in quanto volti a modificare il disegno del sistema di welfare secondo il legittimo sistema di preferenze del nuovo Governo, reddito di cittadinanza e quota 100 dovrebbero trovare comunque il proprio finanziamento all'interno del processo distributivo, ossia divenire parte del patto sociale con cui i cittadini accettano di cedere risorse a una categoria ritenuta meritoria di ricevere trasferimenti monetari. Se il finanziamento avviene invece in deficit, si riconosce che il Paese non dispone delle risorse

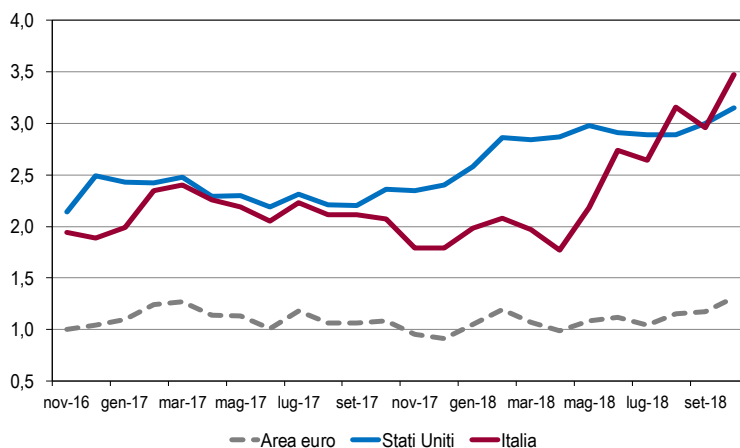
necessarie per dotarsi di strumenti di questo tipo o, peggio, che si stanno nascondendo ai cittadini i costi delle modifiche operate al patto sociale. Ciò pone le due misure di fronte a un rischio di sostenibilità finanziaria futura, che si traduce anch'essa in una spinta endogena all'aumento dei tassi di interesse.

L'INDIFFERENZA VERSO LO SPREAD ALIMENTA LO SPREAD

9

Un ultimo fattore da considerare riguarda l'atteggiamento assunto nei confronti del rialzo dei tassi che, alla luce del richiamato schema IS-LM, andrebbe contrastato con la massima determinazione. Si ostenta di contro una sostanziale indifferenza, dichiarando in tal modo la propria disponibilità a pagare tassi anche molto elevati pur di varare la manovra. Il paradosso è che in tal modo la crescita dei rendimenti si autoalimenta, perché i mercati sono razionalmente portati a verificare fino a che livello di tassi si spinge la *willingness to pay* del Governo.

Grafico 5. Tassi sui titoli di stato decennali



Fonte: Datastream

Il deterioramento delle condizioni monetarie che già ne è conseguito trova rappresentazione nel grafico 5, dove sono riportati i rendimenti del titolo decennale degli Stati Uniti, della media dell'Eurozona e dell'Italia. Come si osserva, fino a inizio 2017 il titolo italiano pagava uno spread sull'analogo tedesco, ma si collocava al di sotto del valore statunitense. L'ancoraggio europeo ha poi consentito, nel corso del 2017, di scollegare il rendimento italiano dall'aumento registrato negli Stati Uniti in coincidenza con l'avvio della politica di rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve. Nella fase attuale il titolo italiano ha invece perso l'aggancio europeo ed è rapidamente salito, superando lo stesso rendimento americano. La nostra economia si ritrova così a fronteggiare un livello di tassi maggiore di quello statunitense, nonostante una assai minore maturità del ciclo economico. La disponibilità a tollerare il disancoraggio dalle condizioni monetarie europee diventa così, anch'essa, fattore di aumento endogeno dei tassi.

Tavola 2. Principali indicatori economici
(variazioni percentuali)

	2017	2018	2019	2020	2021
Prodotto interno lordo	1,6	1,1	0,8	1,4	1,2
Importazioni di merci e servizi	5,2	2,4	1,3	4,0	3,3
Consumi finali nazionali	1,1	0,8	0,4	0,8	0,8
- delle famiglie	1,5	1,0	0,7	1,1	1,1
- collettivi	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,4
Investimenti fissi lordi	4,3	4,2	2,3	3,2	3,0
- in costruzioni	1,6	1,4	1,4	2,4	2,2
- in macchinari, attrezzature e vari	4,9	4,5	2,4	3,0	3,4
di cui in ICT e ricerca	1,8	3,0	1,9	3,9	1,2
Esportazioni di merci e servizi	5,7	1,8	1,8	3,4	3,1
Output gap	-0,2	0,3	0,5	1,1	1,3
Prezzi al consumo	1,2	1,2	1,2	1,5	1,6
Deflatore del Pil	0,5	1,3	0,9	1,2	1,3
Ragioni di scambio (a)	-1,8	-0,1	-1,0	-0,5	-0,4
Retribuzioni unitarie settore privato	1,1	0,8	1,2	1,6	1,5
Clup settore privato	-0,2	0,7	0,8	-0,5	1,1
Bilancia dei pagamenti (b)	2,7	2,8	2,6	2,3	2,2
Indebitamento netto della PA					
- in % del Pil	-2,4	-1,8	-2,1	-3,0	-2,7
- aggiustato per il ciclo	-2,2	-2,0	-2,4	-3,6	-3,4
- strutturale	-2,2	-2,1	-2,3	-3,5	-3,4
Avanzo primario della PA					
- in % del Pil	1,4	1,8	1,6	0,8	1,1
- aggiustato per il ciclo	1,5	1,6	1,3	0,2	0,5
Debito PA (definizione Ue) in % del Pil	131,2	130,9	131,5	131,6	131,9
Tasso medio sui Bot (a)	-0,3	0,1	0,6	1,0	1,6
Tasso medio reale sui Bot (a)	-1,5	-1,1	-0,6	-0,4	-0,1
Costo medio del debito (c)	2,9	2,8	2,8	2,9	3,0
Reddito disponibile delle famiglie:					
- nominale	1,7	2,1	2,5	2,7	2,4
- reale	0,6	0,9	1,3	1,5	0,9
Propensione al consumo (d)	92,8	92,7	92,1	91,8	91,9
Tasso di disoccupazione	11,3	10,6	10,0	9,9	9,2

(a) Valori percentuali.

(b) In % del Pil.

(c) Interessi passivi in % del debito pubblico.

(d) In % del reddito disponibile. Include le istituzioni sociali private senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.