



La manovra, i tassi di interesse e la crescita

Presentazione Rapporto CER 3/2018

CNEL Roma – 27 novembre 2018

Presentazione di Stefano Fantacone

I temi della presentazione

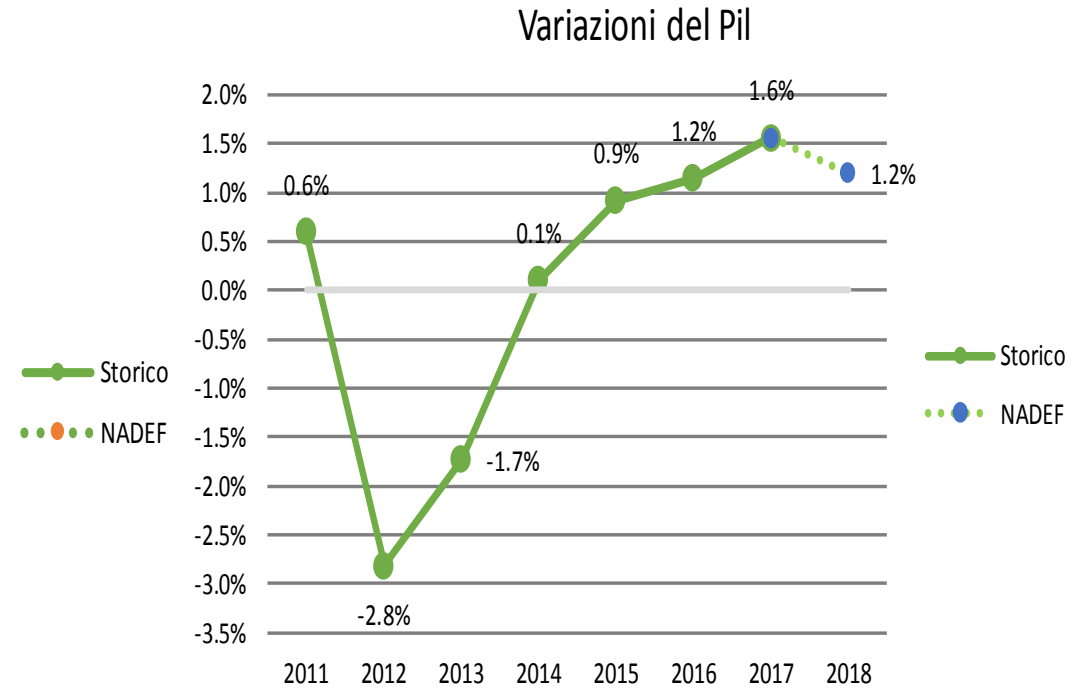
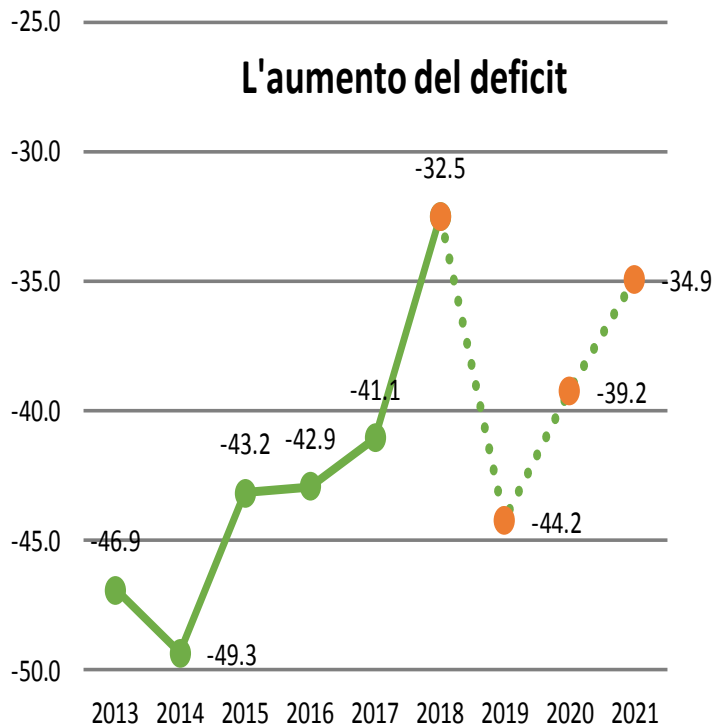
- Come si compone la manovra di bilancio per il 2019-2021 e quali sono le sue «discontinuità» fondanti
- Le ragioni addotte: una manovra per la crescita
- Oltre le regole europee: le indicazioni della teoria sulla relazione deficit/crescita
- Una valutazione: contraddizioni e limiti
- La previsione del CER
- Conclusioni

La manovra di bilancio per gli anni 2019-2021

	2019	2020	2021	2019-2021	
				Mld.	% Pil 2018
Risorse	18,4	19,3	19,8	57,5	3,3
Maggiori entrate	12,1	14,5	14,2	40,8	2,3
Minori spese	6,4	4,7	5,6	16,7	0,9
- correnti	3,7	4,	4,9	12,5	0,7
- conto capitale	2,7	,7	,7	4,1	0,2
Interventi	40,3	46,	45,1	131,4	7,4
Minori entrate	17,2	16,5	15,8	49,5	2,8
Maggiori spese	23,1	29,5	29,2	81,9	4,6
- correnti	18,6	21,8	20,7	61,2	3,5
- conto capitale	4,5	7,7	8,5	20,7	1,2
Indebitamento netto	-21,8	-26,8	-25,3	-73,9	-4,2
Entrate nette	-5,1	-2,	-1,6	-8,7	-0,5
Spese nette	16,8	24,8	23,7	65,2	3,7
- correnti	15,	17,8	15,8	48,6	2,8
- conto capitale	1,8	7,	7,8	16,6	0,9

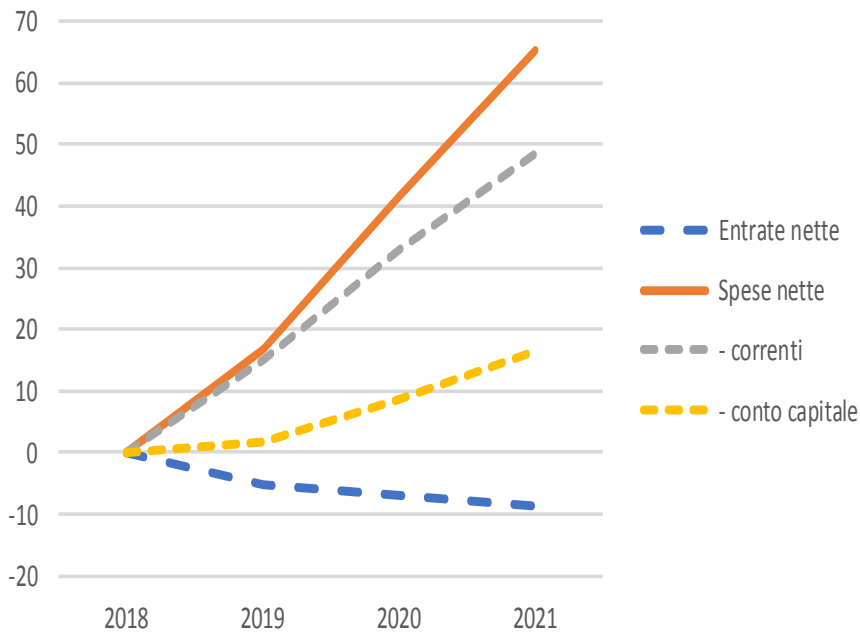
Fonte: elaborazioni su dati AS 886 e AC 1334.

Le «discontinuità fondanti»: l'aumento del deficit

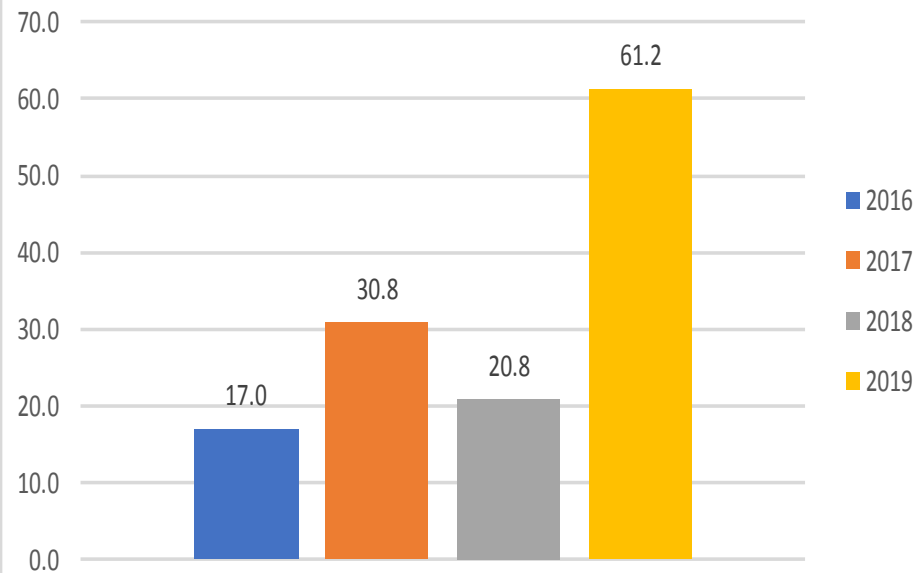


Le «discontinuità fondanti»: l'aumento della spesa corrente

L'espansione del bilancio

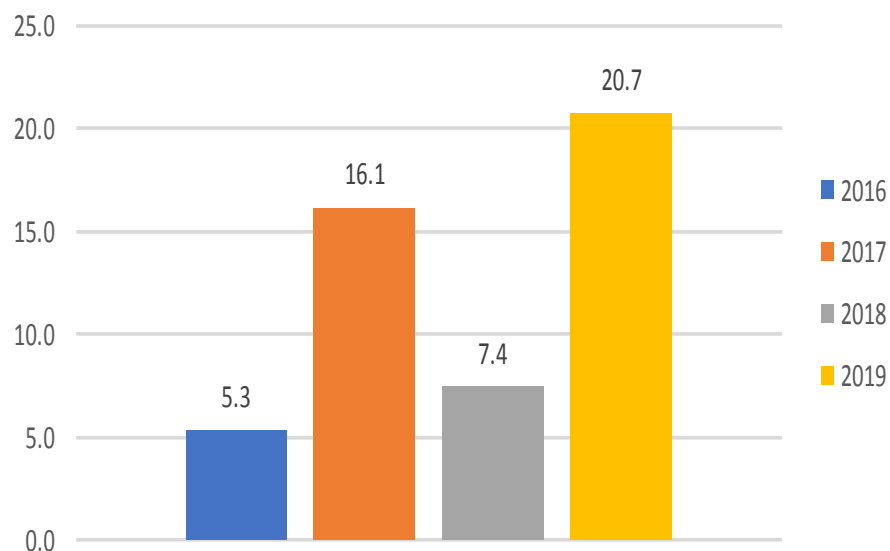


Maggiore spesa corrente:
confronto storico

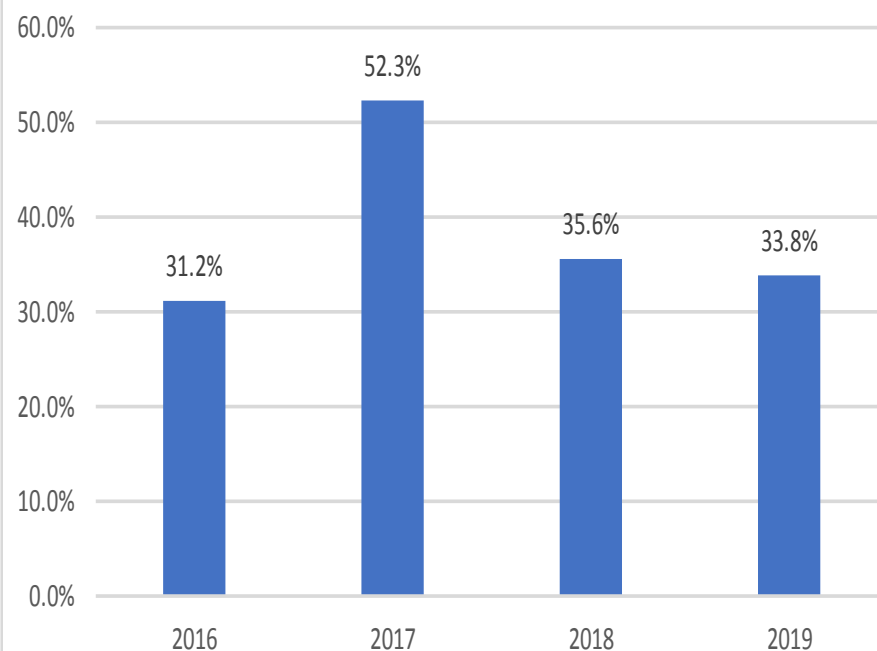


La «discontinuità mancata»: l'aumento della spesa in c/c

Maggiore spesa in c/c:
confronto storico

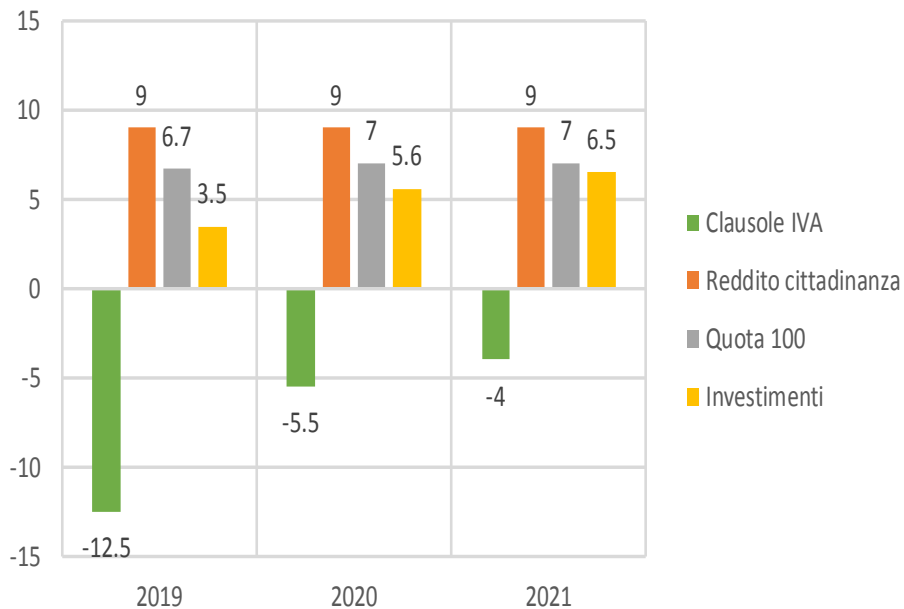


Maggiore spesa: quota c/c su corrente

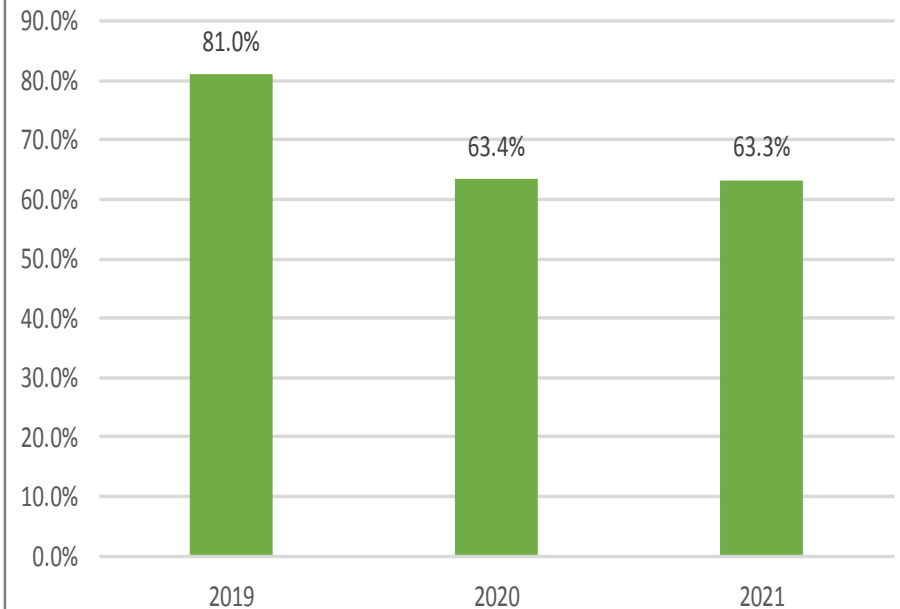


La principali misure della manovra

Le principali misure espansive (mld.)



Grado di concentrazione



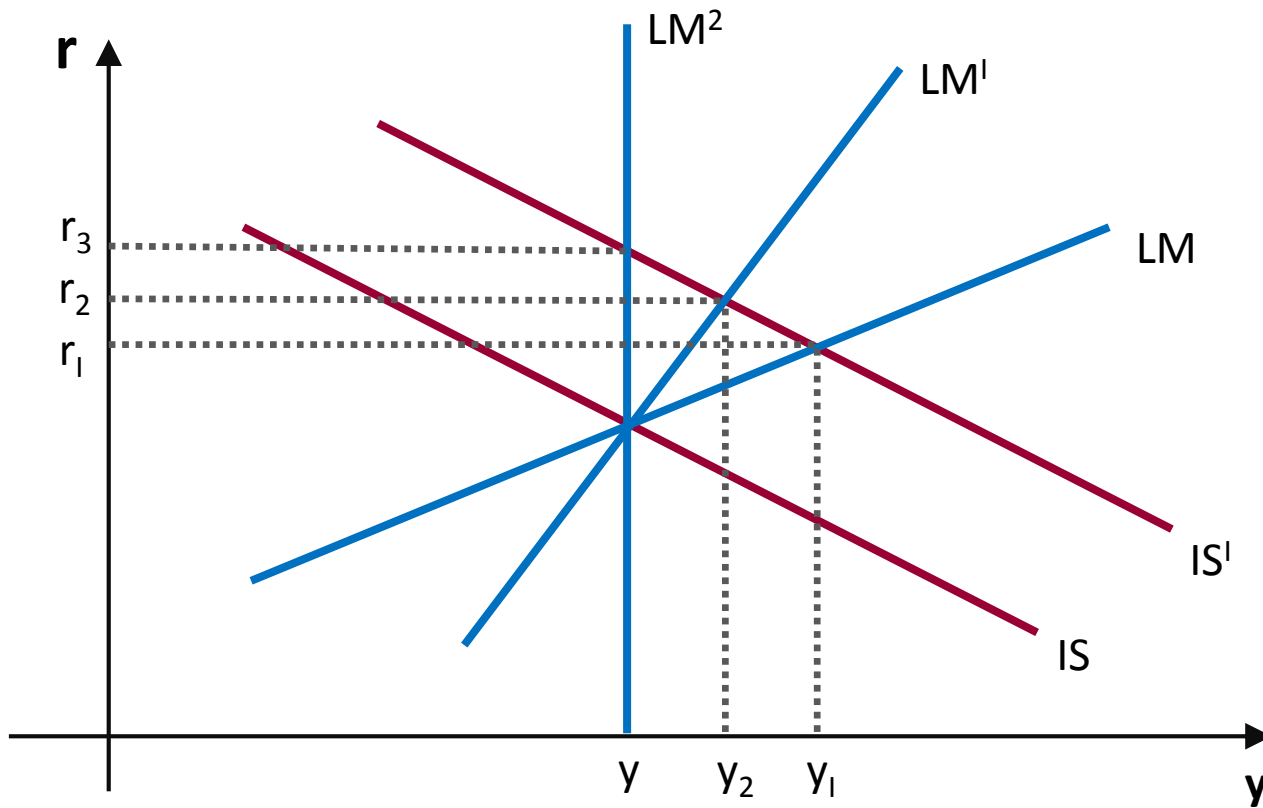
Le ragioni della manovra

- Obiettivo della manovra è «conseguire una crescita più sostenuta puntando su un incremento adeguato della produttività [...] Ciò richiede un cambiamento profondo delle strategie di politica economica e di bilancio che negli anni passati non hanno consentito di aumentare significativamente i saggi di crescita» (NADEF 2018)
- Vengono quindi fissati obiettivi di accelerazione della crescita rispetto al risultato atteso per il 2018
- Nonostante non si preveda un miglioramento del quadro esogeno internazionale
- Si propone un'equivalenza fra maggiore deficit e maggiore incremento del Pil

Deficit, crescita e teoria economica

- La manovra e le sue «discontinuità fondanti» non hanno ricevuto buona accoglienza sui mercati e i tassi richiesti per la sottoscrizione dei titoli di debito pubblico italiani sono aumentati
- Un tema che viene affrontato in relazione alla violazione delle regole del Fiscal compact
- In realtà, ben prima del Fiscal compact, la teoria keynesiana ha tradizionalmente identificato l'esistenza di una relazione fra maggiore deficit e maggiori tassi di interesse

- All'interno di un semplice modello IS- LM con offerta di moneta data, l'aumento della spesa pubblica genera un aumento della domanda di moneta per transazioni
- Per ristabilire l'equilibrio del mercato monetario è pertanto necessario ridurre la domanda speculativa di moneta
- L'equilibrio è ristabilito dall'aumento del tasso di interesse, che abbassa il prezzo del titolo e ne rende conveniente l'acquisizione (domanda speculativa funzione inversa del tasso)
- Se si genera crisi di fiducia, il meccanismo equilibrio si inceppa, perché gli operatori sconteranno ulteriori rialzi dei tassi. La domanda speculativa non si riduce.



Le condizioni per la crescita: contraddizioni e limiti

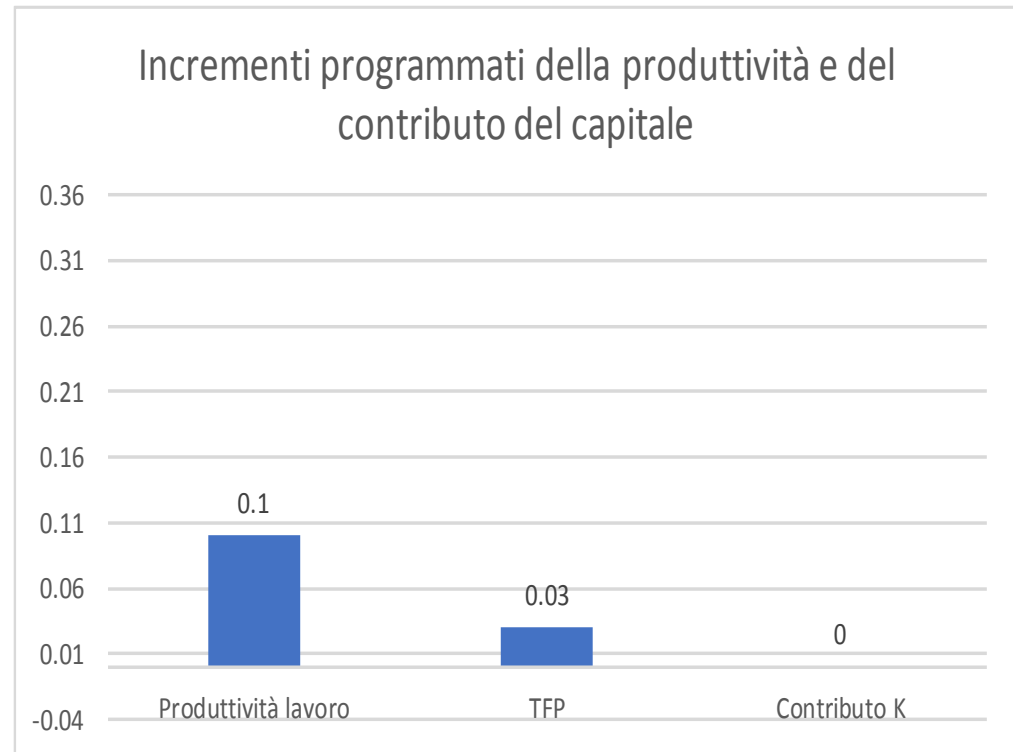
- Associare aspettative di maggiore crescita a un aumento della spesa pubblica è possibile (il moltiplicatore della spesa è positivo) solo a condizione che la reazione dei mercati sia nel complesso accondiscendente
- La manovra di espansione del bilancio pubblico non può prescindere dal tentativo di limitare il rialzo dei tassi di interesse, per evitare gli effetti spiazzamento del modello IS- LM
- Questo passaggio non ha ricevuto la necessaria attenzione
- Dato un ambiente esterno sfavorevole all'espansione del deficit le contraddizioni interne della manovra che «sporcano» il segnale lanciato ai mercati e generano una spinta endogena all'aumento dei tassi di interesse

I fattori esogeni (i dati del problema)

- Chiusura della Commissione europea
- Fine del QE e normalizzazione della politica monetaria
- Asimmetria dei sistemi monetari, per cui deviare dalla politica del paese centro è sempre costoso
- Preferenza rivelata dei paesi europei per la disciplina di bilancio, indipendentemente dal colore politico dei governi
- Orientamento dei mercati a considerare propedeutici alla crescita il taglio delle imposte e la spese per investimenti; l'aumento della spesa corrente è invece considerato fattore di alimentazione del debito pubblico

Contraddizione 1: investimenti e produttività

- Nelle stesse valutazioni del Governo non vi è traccia degli annunciati aumenti di produttività (grafico)
- Una contraddizione che si sposa col fatto di avere inizialmente annunciato una manovra basata sugli investimenti pubblici, ai quali nei fatti è stata poi riservata una quota minoritaria di risorse
- Privilegiando a sorpresa l'aumento della spesa corrente

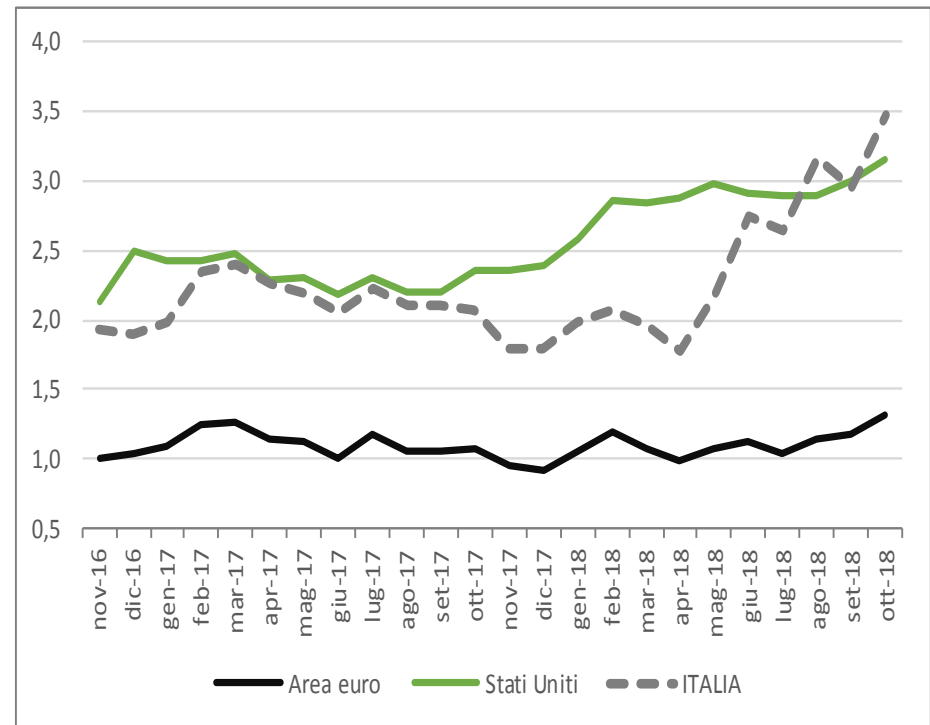


Contraddizione 2: ridisegno welfare senza patto redistributivo

- Reddito di cittadinanza e Quota 100 (i provvedimenti bandiera) ridisegnano il sistema del welfare italiano
- Dovrebbero costituire il risultato di un processo redistributivo interno
- Sono invece finanziati in deficit, ossia chiedendo un nuovo prestito ai mercati, che sono disposti a concederlo solo a fonte di un rendimento addizionale
- Anche perché la legge Fornero è stata considerata un fattore di sostenibilità di lungo periodo della finanza pubblica. Sostenibilità che ora viene rimessa in discussione

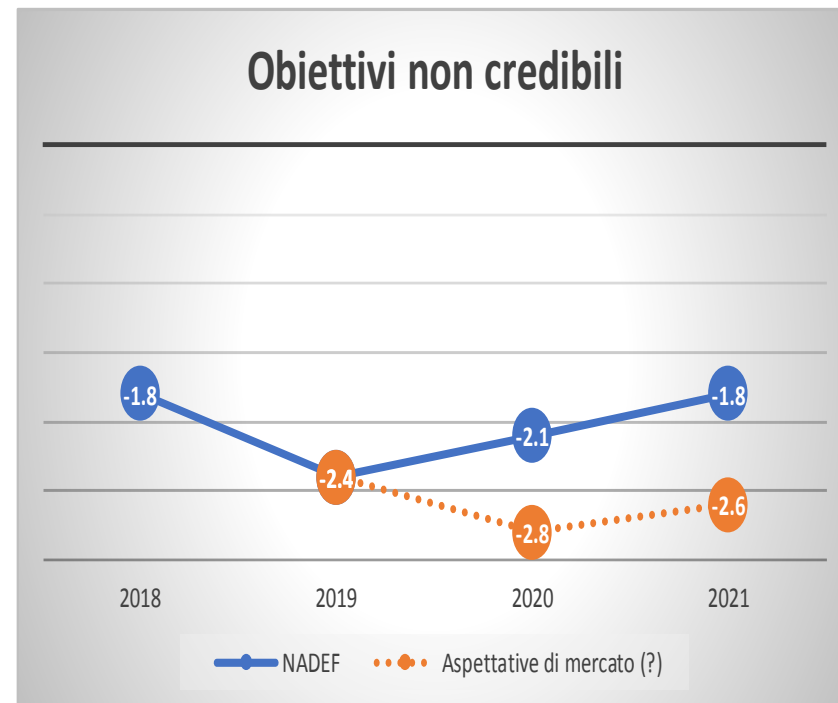
Contraddizione 3: l'indifferenza verso lo spread alimenta lo spread

- Dichiarando indifferenza verso l'aumento dei tassi. Il Governo comunica di essere disposto a pagare rendimenti più alti, pur di finanziare la propria manovra
- I mercati continueranno ad alzare i tassi fintanto che il Governo manifesterà questa *willingness to pay*
- Col paradosso di autoimprimere al paese una restrizione monetaria, nonostante la politica accomodante della BCE
- Tassi superiori agli USA dove crescita al 3%



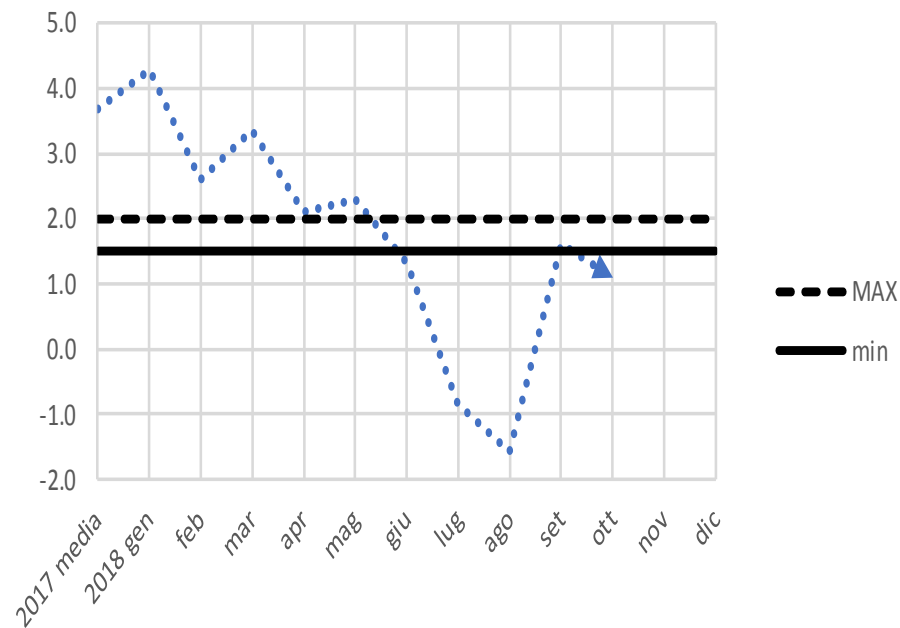
Contraddizione 4: l'inconsistenza temporale dei futuri obiettivi di deficit

- Aumentando il deficit di oggi il Governo annuncia al mercato di essere disposto ad aumentare anche il deficit di domani
- Che formalmente si abbassa perché ancora incorpora un aumento, sempre più implausibile, dell'IVA
- Il mercato sconta come vero un indebitamento superiore a quello del governo (grafico)

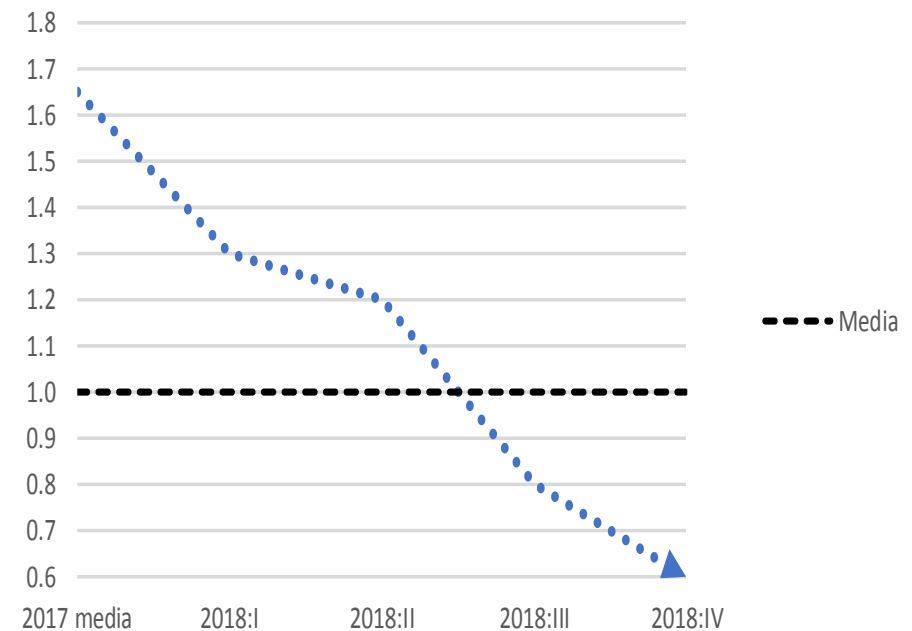


Tendenze congiunturali (1)

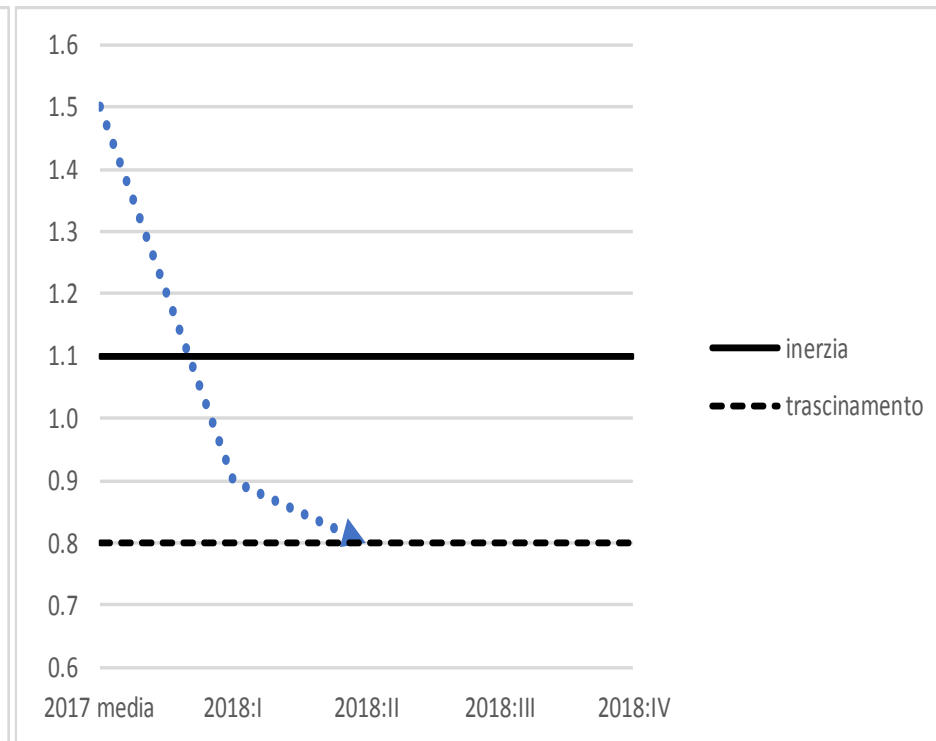
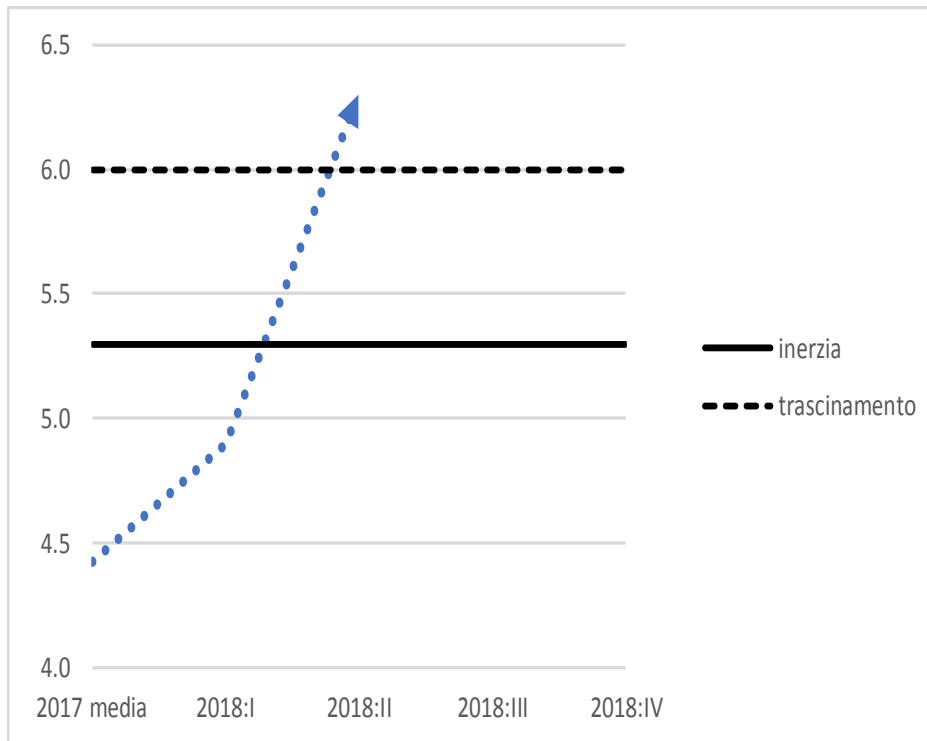
Produzione industriale



PIL

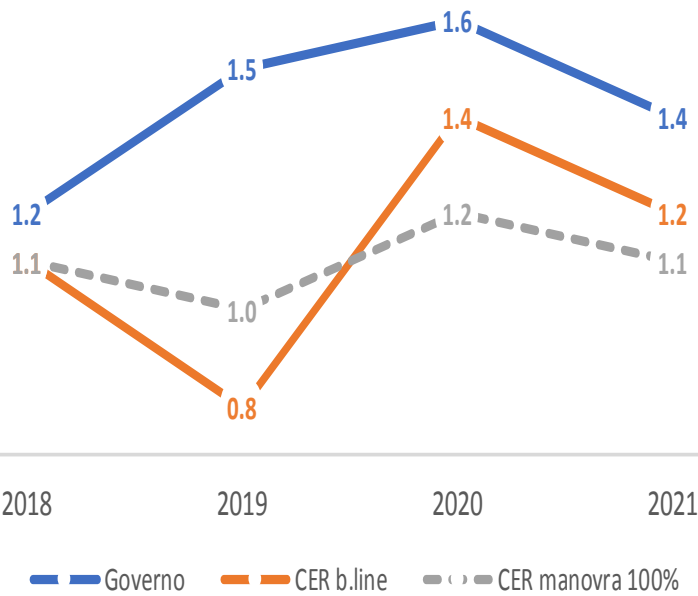


Tendenze congiunturali (2)

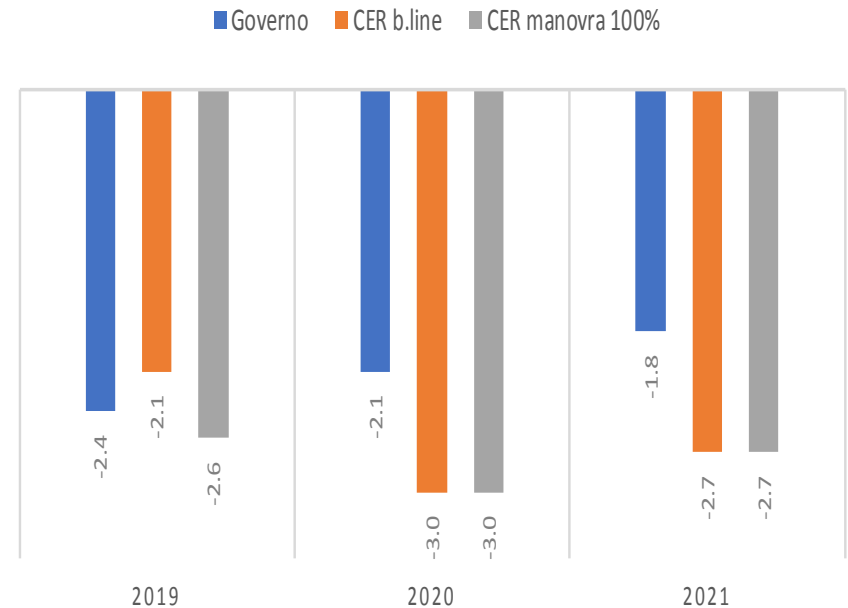


Le previsioni del CER

CRESCITA (VAR. PIL)



INDEBITAMENTO (% PIL)



Conclusioni

- Secondo le valutazioni del CER non sarebbe conseguita la combinazione crescita/indebitamento assunta ad obiettivo dal Governo
- La variazione del Pil resta sempre al di sotto delle stime ufficiali, anche scontando una piena attuazione della manovra
- Nella più probabile ipotesi di attuazione ritardata delle misure bandiera, la crescita scivola al di sotto dell'1%, ma il deficit è minore di quanto programmato
- Sotto entrambi le ipotesi nel 2020-2021 la crescita è inferiore a quanto desiderato dal Governo, ma il deficit maggiore
- Per la prima volta da molti anni a questa parte il deficit tornerebbe verso la soglia del 3%
- I risultati non sembrano configurare una situazione di second best

- Un ripensamento della manovra sembra opportuno
- La manovra è di difficile attuazione per il 2019
- Vi sono dei rischi sugli obiettivi 2020-2021 che andranno probabilmente messi in sicurezza