

## Osservatorio AIAF sui conti pubblici

**I conti pubblici completano l'aggiustamento.  
Ora potrebbero liberarsi risorse fino a 20 miliardi di Euro**

*Quarta nota informativa sullo stato dei conti pubblici in Italia  
dell'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari*

- L'uscita dell'Italia dalla procedura di *deficit* eccessivo libera risorse per 8 miliardi di Euro dal 2014, ma il passo decisivo verrebbe dall'applicazione della "*golden rule*" che potrebbe apportare risorse aggiuntive fino a 12 miliardi di Euro
- Il pagamento dei debiti della Pubblica Amministrazione per 40 miliardi di Euro avrà un impatto complessivo sul tasso di crescita del PIL dello 0,2% nel 2013 e dello 0,4% nel 2014
- Il fabbisogno di cassa vede all'inizio del 2013 un moderato peggioramento per effetto di misure straordinarie, anche a sostegno della crescita economica
- Una simulazione mostra che con la legislazione vigente è possibile ridurre il debito pubblico anche in assenza di una crescita economica elevata, ma è cruciale il contenimento del costo del debito
- La domanda interna resta stagnante (-4,3% i consumi privati nel 2012) mentre l'*export* continua a crescere (+2,2%) favorito dal recupero della domanda mondiale
- Il dibattito sull'*austerità* è a un punto di svolta, mentre il nuovo Governo rafforza il fronte europeo a favore di un maggiore sostegno alla crescita economica
- Il programma economico del nuovo esecutivo è molto ambizioso, ma le fonti possibili di finanziamento non mancano: accelerazione della *spending review* e della lotta all'evasione, minor costo del debito, dismissioni e riforma fiscale

Milano, 29 maggio 2013 – Secondo l'**AIAF - Associazione Italiana degli Analisti Finanziari** – il raggiungimento del 3% nel rapporto deficit/Pil dal 2012 e l'uscita dalla procedura per deficit eccessivo rappresentano un importante fattore di stabilità che dovrà tuttavia tradursi in maggiore stimolo alla crescita economica, nell'ambito dei margini di manovra che si renderanno disponibili. Già il fabbisogno statale dei primi mesi del 2013 risente di una maggiore attenzione ai pagamenti o alle compensazioni dovute alle imprese. Una simulazione sulla dinamica del debito pubblico evidenzia quanto sia cruciale il ruolo dei tassi d'interesse, che rischiano comunque di salire anche in caso di normalizzazione dei mercati. La situazione

economica resta preoccupante e necessita di interventi urgenti, sebbene le esportazioni continuino a crescere grazie alla tenuta della domanda mondiale. Il sostegno alla crescita deve necessariamente passare dall'utilizzo di risorse economiche da recuperare attraverso una redistribuzione di carichi fiscali in senso più equo e favorevole all'occupazione, una più concreta solidarietà in ambito europeo (attraverso l'utilizzo di risorse comuni per investimenti infrastrutturali nei paesi in difficoltà economica) e una maggiore flessibilità (in intensità e tempistica) nel percorso di risanamento dei conti pubblici, anche alla luce dell'uscita dell'Italia dalla procedura per deficit eccessivo. Intanto il dibattito sull'*austerità* è a un punto di svolta e un concreto cambiamento di rotta potrà vedersi al Consiglio Europeo del prossimo mese.

### ***L'uscita dell'Italia dalla procedura di deficit eccessivo***

Sebbene ampiamente atteso, **il via libera della Commissione Europea all'uscita dell'Italia dalla procedura per deficit eccessivo è un fattore d'indubbia stabilità e può rappresentare un punto di svolta per la politica fiscale in Italia.** I margini di manovra che si apriranno si articolano su due fronti:

- 1) Utilizzo degli spazi di deficit pubblico disponibili nell'ambito del mantenimento del limite del 3%;
- 2) Richiesta di maggiore flessibilità all'Europa nella gestione contabile delle spese dirette a investimenti e sostegno alla crescita economica.

Sul primo punto il margine di manovra proviene dalla possibilità di tenersi sul limite del rapporto deficit/Pil del 3% nei prossimi anni. Le misure fiscali adottate nell'ultimo biennio vanno al di là del semplice raggiungimento di tale limite, con la previsione, ad esempio, di un deficit in calo ulteriore al 2,5% nel 2014. **L'utilizzo del margine dello 0,5% nel prossimo anno libererebbe risorse per circa 8 miliardi di euro.** Senz'altro si tratterebbe di un equilibrio precario e dipendente dallo scenario economico, ma l'attuale Documento di Economia e Finanza ha significativamente ridotto le stime di crescita dell'economia (-1,5% quest'anno, 0,5% il prossimo), rendendo l'ipotesi di una sorpresa negativa sul fronte economico più improbabile, anche alla luce della ripresa dell'economia mondiale e delle misure fiscali che dal 2013 si stanno mettendo in atto (pagamento dei debiti PA, maggiori rimborsi in conto fiscale).

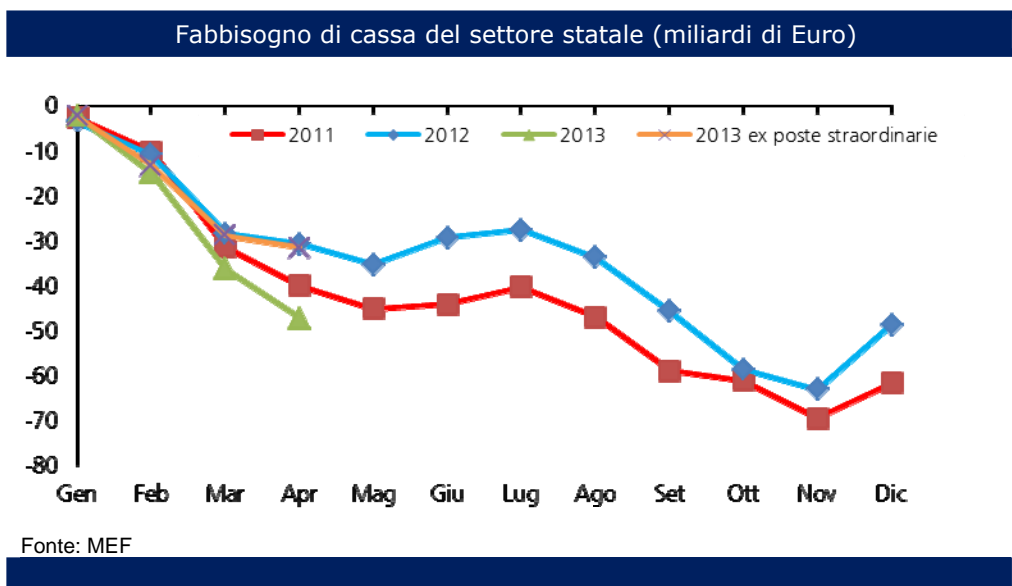
Sul secondo punto le risorse potenzialmente liberabili sono più elevate ma gli esiti sono più incerti. In seguito alla chiusura della procedura per deficit eccessivo, che sarà formalizzata dal Consiglio Europeo di fine giugno, l'Italia potrebbe ottenere di scorporare in tutto o in parte dal deficit la quota nazionale degli investimenti attivati in cofinanziamento con la Ue per progetti transfrontalieri giudicati di importanza strategica.

**L'importo scorporabile va dai 7 ai 12 miliardi di euro, ma il via libera spetta al Consiglio Europeo del prossimo 27-28 giugno.** In tal senso risulterà cruciale l'azione di persuasione che il Governo italiano dovrà esercitare nelle prossime settimane, anche alla luce

della flessibilità in termini di deficit concessa a Francia, Spagna e Olanda e non all'Italia, seppur a causa del nostro debito pubblico eccessivamente elevato.

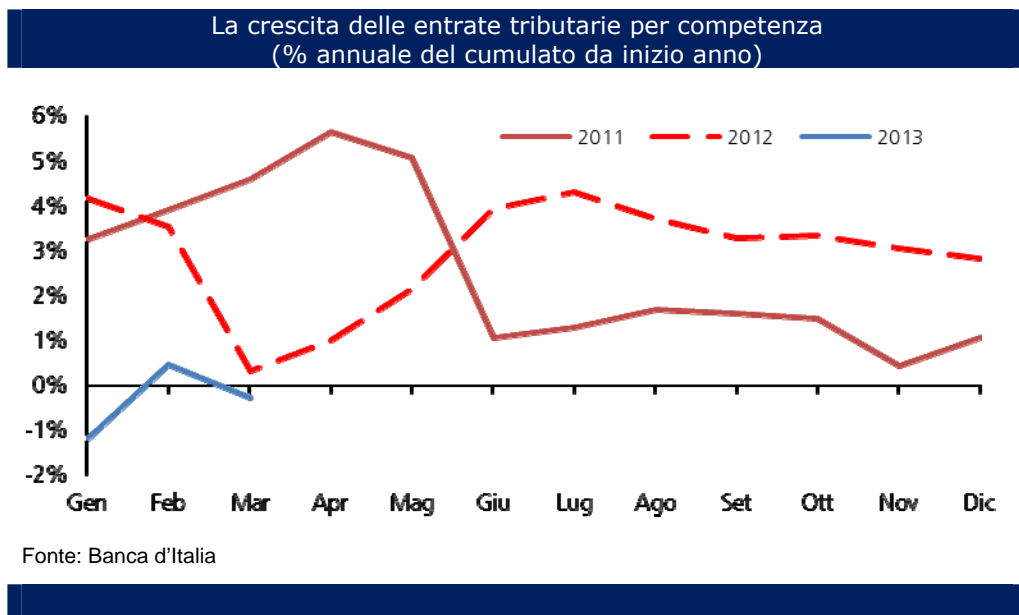
### *Il fabbisogno di cassa e la dinamica delle entrate*

**L'andamento del fabbisogno di cassa nei primi quattro mesi del 2013 evidenzia una dinamica peggiore di quella del corrispondente periodo del 2012, ma sostanzialmente in linea se si tiene conto di alcune componenti straordinarie di spesa o di minori entrate.** Complessivamente il fabbisogno di cassa dei primi quattro mesi dell'anno è stato di 47,1 miliardi di Euro, contro i 30,5 miliardi di Euro dei primi quattro mesi del 2012. Il dettaglio dei dati di quest'anno fa emergere tuttavia che nel 2013 non si sono verificati i maggiori incassi per quasi 10 miliardi di Euro rispetto al 2012, provenienti dal riversamento degli enti sottoposti al regime di tesoreria unica. A febbraio 2013 sono stati poi sottoscritti gli strumenti finanziari emessi dal Monte dei Paschi di Siena, con un effetto netto di 2 miliardi di Euro. Nel mese di marzo e aprile 2013 sono stati poi realizzati maggiori rimborsi in conto fiscale, anticipi di alcuni pagamenti della pubblica amministrazione, il pagamento per la sottoscrizione del capitale ESM (European Stability Mechanism) per circa 2,8 miliardi di Euro, maggiori erogazioni alle Ferrovie S.p.A., maggiori pagamenti per interessi sul debito a causa di una rimodulazione delle scadenze e la sottoscrizione dell'aumento di capitale della Banca Europea degli Investimenti (BEI) per la quota nazionale del 17,17%. Il totale di queste misure straordinarie nei primi tre mesi del 2013 è di quasi 16 miliardi di Euro, riportando il fabbisogno di cassa del 2013 sostanzialmente in linea con l'andamento dell'ultimo anno.



**Nonostante il netto peggioramento del quadro economico rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, i dati sulle entrate fiscali nei primi tre mesi del 2013 hanno mostrato solo una lieve flessione, confermando il buon andamento delle imposte**

**dirette e quello negativo delle imposte indirette.** Infatti, a fronte di un calo complessivo delle entrate tributarie per competenza pari allo 0,3% a gennaio-marzo 2013 rispetto allo stesso periodo del 2012, si registra un aumento delle imposte dirette del 5,9% e un calo di quelle indirette del 7,4%. Tra le voci che hanno maggiormente contribuito all'aumento delle imposte dirette nel primo trimestre 2013, si segnala ancora una volta, complice il favorevole andamento dei mercati finanziari, il significativo contributo derivante **dall'imposta sostitutiva su ritenute, interessi e altri redditi da capitale (+64,7%, pari a 844 milioni di Euro di maggiori entrate)** e **quello dell'imposta sostitutiva sui redditi da capitale e sulle plusvalenze (+924%, pari a circa 1 miliardo di Euro di maggiore gettito)**. Con riferimento alle imposte indirette si registra ancora una volta la forte diminuzione del gettito IVA (-8,6%), sia con riferimento agli scambi interni (-5%, pari a -882 milioni di Euro), ma soprattutto alle importazioni (-22,9%, pari a circa un miliardo di Euro di calo). **Sull'IVA pesa la forte caduta dei consumi e delle importazioni, nonostante l'aumento dell'aliquota ordinaria al 21%. Resta in crescita il gettito IVA derivante dal commercio al dettaglio (+2,1%), probabilmente grazie all'efficacia dell'azione di contrasto all'evasione.** La riduzione dei consumi si riflette anche sul gettito dall'imposta di fabbricazione degli oli minerali (-4,7%, pari a -231 milioni di Euro) complice il calo della domanda di prodotti energetici.



### ***L'andamento del deficit e la spesa per interessi***

I dati sull'indebitamento netto della Pubblica Amministrazione per l'intero 2012 hanno confermato un consistente calo rispetto al 2011, collocandolo a 47,6 miliardi di Euro (3% del Pil) rispetto ai 60 miliardi di Euro (3,8% del Pil) nel 2011. Il surplus primario per l'intero 2012 risulta più che raddoppiato passando dai 18,3 miliardi di Euro del 2011 (1,2% del Pil) ai 39 miliardi di Euro del 2012 (2,5% del Pil). Il risultato è stato il frutto di un netto aumento delle

entrate, di 17,4 miliardi di Euro rispetto al 2011 e una riduzione delle spese al netto degli interessi pari a 3,4 miliardi di Euro. La spesa per interessi è invece aumentata di 8,4 miliardi di Euro, arrivando a 86,7 miliardi di Euro (5,5% del Pil).

#### Conto economico delle amministrazioni pubbliche

	2011	2012		2011	2012
Spese	796	801	Entrate	455	472
% del Pil	50.4%	51.2%	% del Pil	28.8%	30.2%
<i>di cui interessi passivi</i>	78	87	<i>di cui imposte dirette</i>	226	237
% del Pil	5.0%	5.5%	% del Pil	14.3%	15.1%
			<i>di cui imposte indirette</i>	222	233
Saldo primario	18.3	39.0	% del Pil	14.1%	14.9%
% del Pil	1.2%	2.5%			
Indebitamento netto	-60.0	-47.6			
% del Pil	-3.8%	-3.0%			

Fonte: MEF

Dati in miliardi di Euro, se non diversamente indicato

**Dai dati emerge dunque un quadro che già nel corso del 2012 si rilevava chiaramente: la correzione dei conti pubblici è avvenuta in larga misura attraverso l'aumento delle entrate e in misura solo modesta sul fronte delle spese.** Inoltre, nonostante un'attenta ed efficace gestione del costo del debito, un aumento della spesa per interessi è risultata inevitabile, complice il rifinanziamento del debito in scadenza e del fabbisogno a tassi mediamente più alti rispetto agli scorsi anni. **La sfida del nuovo esecutivo si misurerà sull'obiettivo ambizioso di mantenere il controllo dei conti pubblici attraverso il contenimento della spesa corrente, in misura tale da consentire anche una riduzione della pressione fiscale.** Tale scenario è peraltro chiaramente indicato in termini programmatici nel recente Documento di Economia e Finanza presentato dal Governo Monti e che sarà molto probabilmente aggiornato dal nuovo Governo Letta.

#### ***Il Documento di Economia e Finanza***

Del Documento di Economia e Finanza presentato ad aprile vanno evidenziati i seguenti punti:

- Il pagamento di parte dei debiti della pubblica amministrazione (PA).
- La significativa revisione al ribasso della crescita del Pil, che presenta in ogni caso rischi di ulteriore revisione.

- La conferma del pareggio di bilancio strutturale nel 2013, ma l'aumento della stima 2013 del deficit sulla soglia del 3% per tener conto dei pagamenti dei debiti della PA.

In ordine al primo punto, il Decreto Legge 35/2013 prevede il pagamento di debiti della pubblica amministrazione per circa 40 miliardi di Euro nei prossimi 12 mesi. Si tratta di una manovra in grado di generare una maggiore crescita superiore allo 0,5% del Pil complessivamente, ma sarà ovviamente cruciale l'effettiva erogazione dei fondi in tempi rapidi.

Sul secondo punto va rilevato che l'effetto delle misure di correzione dei conti pubblici sul ciclo economico è stato molto significativo, alimentando la prosecuzione di una fase recessiva visibile soprattutto nella dinamica della domanda interna. La revisione al ribasso delle stime di caduta del Pil sono anche il risultato di un importante "effetto trascinamento" derivante dal risultato del 2012.

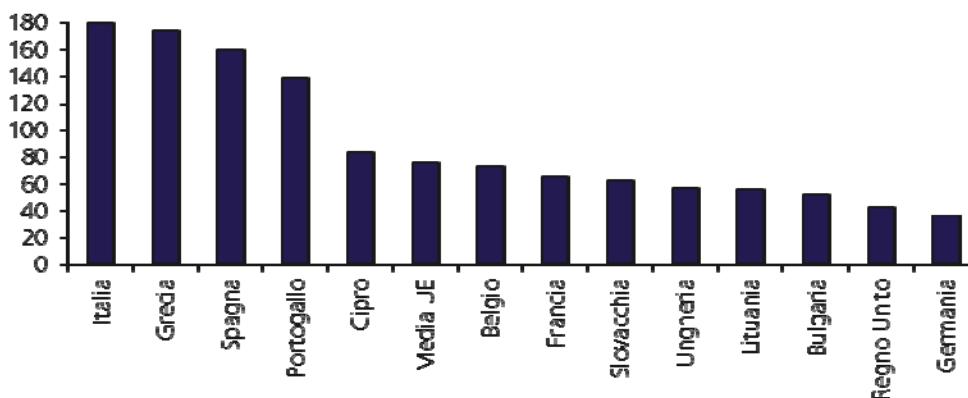
Con riferimento al terzo punto vale la pena sottolineare che la conferma del pareggio strutturale del deficit nel 2013 è possibile proprio alla luce del fatto che proprio la componente ciclica ha causato il peggioramento della stima di deficit, che comunque non ha superato il 3% del Pil nel 2012. In base a tale risultato e alla previsione di rispetto del livello limite anche nei prossimi anni, l'Italia ha ottenuto l'uscita dalla procedura di deficit eccessivo e dunque una maggiore flessibilità nell'utilizzo di risorse dedicate allo stimolo della crescita economica.

### ***Il pagamento dei debiti della Pubblica Amministrazione***

L'ammontare dei debiti della Pubblica Amministrazione (PA) nei confronti del settore privato non è noto con esattezza, ma le stime ad oggi disponibili indicano valori ben superiori ai 100 miliardi di Euro. Stime aggiornate saranno rese note nelle prossime settimane dalla Banca d'Italia, ma è indubbio che si tratti di risorse che valgono diversi punti percentuali del Pil italiano (fino all'8% circa nella stima più elevata di 130 miliardi di Euro).

Alla base della formazione di tali debiti c'è stata una serie di motivazioni che includono i vincoli determinati dal Patto di Stabilità interno, i tagli lineari realizzati a fronte di spese spesso già iscritte in bilancio o contabilizzate fuori bilancio e ai ritardi nei flussi di cassa interni alla PA. Il risultato è stato il record di ritardo nel pagamento dei debiti della PA in Europa, con 180 giorni in media a fronte di una media UE pari a 78 giorni.

Ritardi medi di pagamento della pubblica amministrazione (giorni)



Fonte: Intrum Justitia

Un tentativo di risolvere il problema era stato fatto dal Governo Monti negli ultimi due anni, ma l'efficacia dei provvedimenti è stata molto contenuta a causa della complessità delle procedure operative necessarie, per l'assenza di sanzioni dal lato delle amministrazioni pubbliche e per il timore da parte dei creditori di vedersi escludere da eventuali future commesse.

Il Decreto 35 del 2013 ha invece cercato di risolvere alcuni di questi problemi, prevedendo lo stanziamento di 40 miliardi di Euro circa entro il 2014, un ammontare che dovrebbe consentire di mantenere il livello del deficit pubblico entro il 3% del Pil. Il pagamento dei debiti della PA, infatti, implica per gli esborsi per spese effettuate in conto capitale la necessità di contabilizzare un corrispondente aumento del deficit pubblico. Il nostro sistema di contabilità prevede che le spese correnti degli enti locali siano registrate al momento della decisione di spesa, per competenza, mentre le spese in conto capitale vengono contabilizzate al momento dell'effettivo esborso per cassa. Dunque, se le spese correnti rappresentano semplicemente l'emersione in termini finanziari di debiti commerciali a cui corrispondono costi già contabilizzati nel deficit, le spese in conto capitale dovranno "passare" per la contabilizzazione nel deficit pubblico, entro certi limiti al fine di rispettare il livello del 3%.

Dei 40 miliardi di Euro previsti, 13 saranno pagati direttamente dalle amministrazioni locali tramite:

1. deroghe al Patto di Stabilità interno;
2. cofinanziamento dei fondi strutturali europei;
3. aumento delle erogazioni per rimborsi d'imposta.

I restanti 26 miliardi di Euro si otterranno dalla costituzione di un Fondo che concederà prestiti fino a 30 anni agli enti locali ad un tasso pari a quello del BTP quinquennale. Le risorse verranno dal Ministero dell'Economia e delle Finanze mentre la Cassa Depositi e Prestiti fornisce il servizio di esaminare le richieste e predisporre i contratti con gli enti locali.

Successivamente al pagamento dei debiti alle imprese, in una seconda fase saranno pagati tramite titoli di Stato i debiti ceduti agli intermediari finanziari, per un ammontare probabilmente superiore ai 10 miliardi di Euro.

**L'impianto presenta diverse criticità sull'effettiva possibilità di erogazione delle risorse alle imprese.** Ad esempio la distribuzione della disponibilità di risorse a livello comunale non è necessariamente coincidente con la distribuzione dei debiti per gli stessi comuni. Spesso si definiscono i pagamenti attivabili tra gli Enti locali (Regioni, Province e Comuni, prevalentemente dalle prime agli ultimi due) ma non ci sono tempi e modalità certe che definiscano i pagamenti dagli Enti locali alle imprese. La possibilità di compensazione tra debiti della PA e imposte potrebbe creare uno sbilancio nei trasferimenti tra Enti locali e amministrazione centrale, con il rischio che le amministrazioni locali si vedano costrette a cercare strade di finanziamento alternative per la loro attività. Infine la clausola di salvaguardia per limitare in ogni caso il deficit pubblico al 3% potrebbe bloccare l'intero processo dei pagamenti.

**Nonostante tali criticità il potenziale impatto sul ciclo economico appare rilevante<sup>1</sup>.** Vista la composizione settoriale dei crediti sulla base di dati di Banca d'Italia l'impatto maggiore dovrebbe verificarsi nel settore delle costruzioni per opere infrastrutturali. Da un punto di vista generale, ipotizzando che l'erogazione sia assimilabile a una minore imposta e applicando un moltiplicatore pari allo 0,5, i 40 miliardi di Euro si tradurrebbero in una maggiore crescita pari all'1,2%. Considerando infine che le imprese che beneficerebbero maggiormente di tale erogazione saranno quelle in difficoltà finanziaria (70% circa del totale secondo i dati dell'European payment index 2012, e ipotizzando il 50% considerando il fatturato) e che l'impatto si distribuisca per un terzo quest'anno e per due terzi l'anno prossimo, **l'effetto complessivo sarebbe dello 0,2% nel 2013 e dello 0,4% nel 2014.**

### ***Una simulazione sul debito pubblico***

La dinamica del debito pubblico dipende da diverse variabili, ma le più importanti sono senz'altro le seguenti:

1. Il costo medio del debito.
2. Il saldo primario (cioè la differenza tra entrate e spese della pubblica amministrazione, al netto della spesa per interessi).
3. La crescita economica nominale (cioè quella che tiene conto anche della variazione dei prezzi).

---

<sup>1</sup> La stima è realizzata seguendo l'approccio descritto da Paolo Mameli in "Scenario Macroeconomico", marzo 2013, Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo.



Queste tre variabili influenzano l'andamento annuale del debito secondo la seguente formula semplificata:

$$\frac{D_{t+1}}{Pil_{t+1}} = \frac{D_t + \overbrace{(i_t \times D_t - SP_t)}^{\text{Deficit pubblico}}}{Pil_t \times (1 + g)}$$

dove:

$D$  = Debito pubblico

$i$  = costo medio del debito

$SP$  = saldo primario

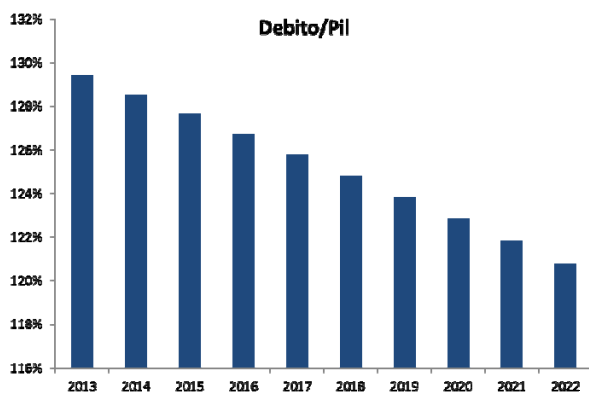
$g$  = tasso di crescita del Pil nominale

La riduzione del debito pubblico può essere ottenute nei seguenti modi:

- $i$  : **riduzione dei tassi d'interesse**, che dipendono dai tassi d'interesse cosiddetti «privi di rischio» e dallo spread. E' cruciale mantenere la fiducia dei mercati, l'impegno al risanamento dei conti pubblici e alla realizzazione delle riforme.
- $SP$  : **Incremento del saldo primario**, ad esempio attraverso la riduzione della spesa inefficiente, degli sprechi e dei costi della politica in eccesso, perché gli spazi di ulteriore aumento dal lato delle entrate sono limitati dal livello già troppo elevato della pressione fiscale.
- $g$  : **Rilancio della crescita economica**, realizzando le riforme strutturali necessarie ad incrementare la crescita del Pil potenziale, incrementando la produttività tramite investimenti in ricerca e istruzione, utilizzando la leva fiscale che dovesse rendersi disponibile per effetto del contenimento della spesa pubblica riducibile.
- $-D$  : **Riduzione del debito attraverso le risorse del patrimonio pubblico o privato**, determinando di riflesso una riduzione della spesa per interessi per effetto della riduzione dello stock di debito.

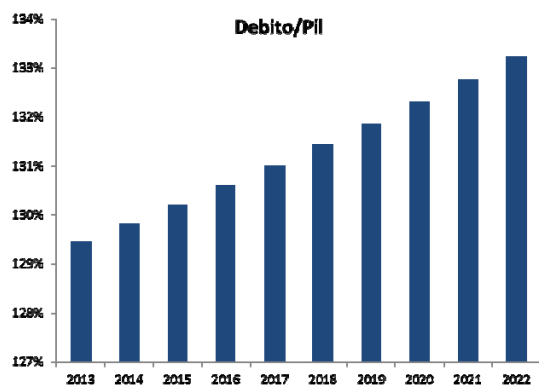
Una simulazione sulle variabili chiave evidenzia quanto siano importanti la crescita economica e il costo medio del debito per tenere sotto controllo la dinamica del debito o determinarne finanche una progressiva riduzione. A ben vedere, a regime, ipotizzando una crescita economica modesta e un costo del debito in leggero rialzo ma comunque sotto controllo, il rapporto debito/Pil è destinato a scendere e ad aprire spazi anche per una riduzione della pressione fiscale. L'entità della riduzione non sarebbe in ogni caso sufficiente a garantire il rispetto del Fiscal Compact, che andrebbe comunque ridiscusso poiché per rispettarlo servirebbero almeno 40 mld di privatizzazioni o crescita al 4% nominale.

Condizioni a regime  
( $i = 4,5\%$ ;  $sp = 3,5\%$ ;  $g = 2,5\%$ )



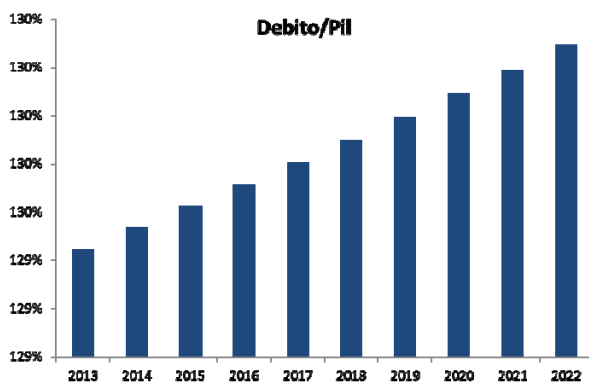
Fonte: Elaborazioni AIAF su dati MEF

Simulazione sul tasso d'interesse  
( $i + 1\%$ )



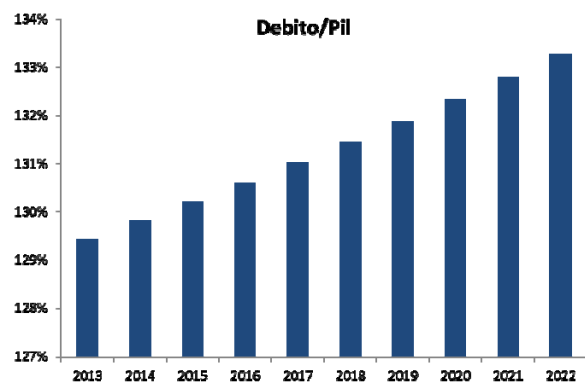
Fonte: Elaborazioni AIAF su dati MEF

Simulazione sul saldo primario  
( $sp - 1\%$ )



Fonte: Elaborazioni AIAF su dati MEF

Simulazione sulla crescita economica  
( $g - 1\%$ )



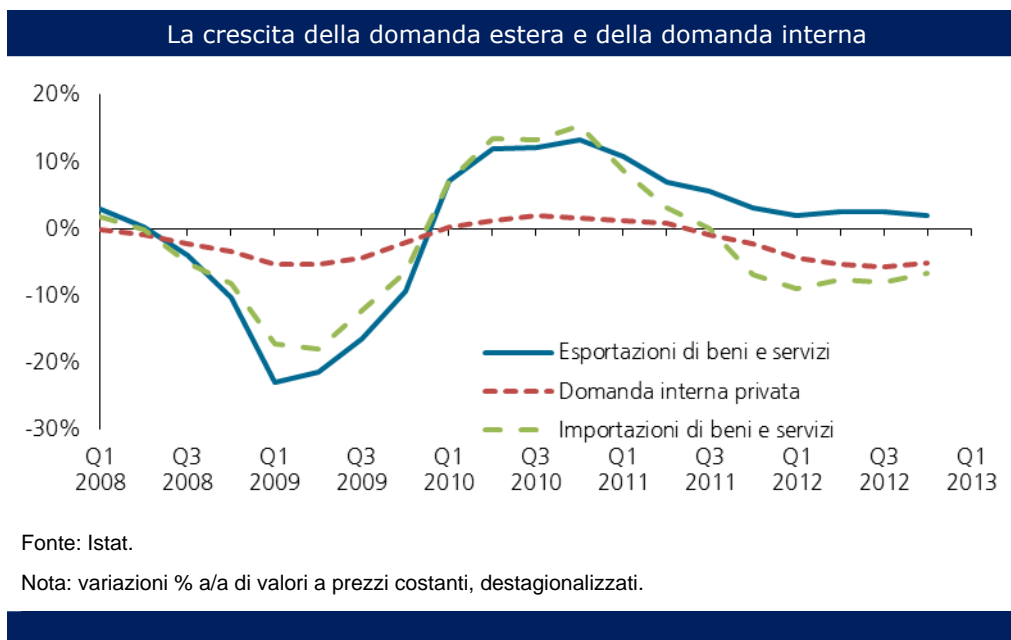
Fonte: Elaborazioni AIAF su dati MEF

Le simulazioni confermano che le variabili chiave per la dinamica del debito pubblico sono la crescita nominale, il costo medio del debito e il saldo primario. Ai valori del 2012 il debito pubblico non sarebbe sostenibile ma a regime il ritorno della crescita (moderata), un ulteriore aumento del saldo primario e il contenimento del costo del debito consentirebbero una riduzione graduale dello stock di debito in percentuale del Pil. A tal fine sarebbe dunque necessario:

1. Mantenere contenuto lo spread (dunque il tasso), sebbene i tempi perché aumenti il costo medio del debito siano lunghi (+100pb = 4 mld circa dopo un anno).
2. Il saldo primario va preservato, una riduzione della pressione fiscale è possibile solo in concomitanza con una riduzione della spesa pubblica.
3. Resta cruciale la crescita economica (soprattutto quella potenziale) e anche la dinamica del deflatore.

### La situazione macroeconomica

Da un punto di vista macroeconomico i dati di fine 2012 hanno confermato una profonda recessione, soprattutto a causa della forte caduta della domanda interna. Si conferma invece la tenuta delle esportazioni, unica componente della domanda a restare in crescita. L'andamento dell'ultimo trimestre del 2012 ha infatti confermato il calo significativo della domanda interna, sostanzialmente in linea con quanto avvenuto durante la recessione del 2009. A differenza di allora, invece, la domanda estera è rimasta in crescita, seppur limitata, soprattutto grazie alla domanda proveniente da paesi extra europei, come Russia, Stati Uniti, area OPEC e Asia. **Ed è proprio dall'accelerazione dell'economia mondiale e dall'auspicato stimolo alla domanda interna attraverso le leve fiscali che si potranno rendere disponibili che potrà venire la ripresa dell'attività produttiva, più probabilmente a partire dalla seconda metà del 2013.**



Le indagini congiunturali restano mediamente deludenti, indicando una stabilizzazione su livelli produttivi molto bassi. Gli ordinativi all'industria, pur evidenziando un andamento migliore per la componente estera rispetto a quella interna, non danno ancora segnali convincenti di accelerazione della domanda. **In tale contesto appare cruciale utilizzare gli spazi di politica economica che si renderanno disponibili a seguito dell'uscita dell'Italia dalla procedura di deficit eccessivo.**

### *Il dibattito sull'austerità e le sfide del nuovo Governo*

**Gli ultimi mesi hanno visto confrontarsi in modo acceso la tesi della prosecuzione dell'austerità e quella di un maggiore stimolo all'economia tramite l'intervento dello Stato, anche a costo di un temporaneo aumento del deficit e del debito.** In verità il dibattito pubblico è in corso da diversi anni (almeno dal 2010), da quando la crisi greca e la necessità di salvataggio di alcune banche da parte degli Stati hanno concentrato l'attenzione sulle finanze pubbliche europee e sulla necessità di contenimento di deficit e debito pubblici. La ricetta prescritta dalla "Troika" (Commissione Europea, BCE e FMI) ai paesi in difficoltà e necessaria per l'ottenimento degli aiuti finanziari era basata sul contenimento della spesa pubblica, l'aumento della tassazione e riforme strutturali, in un mix adattato alle specifiche caratteristiche dei singoli paesi e che lasciava poco spazio allo stimolo alla crescita economica, che sarebbe stata solo il risultato finale di un lungo percorso di restrizione fiscale recessiva.

**L'evidenza di un effetto economico spesso molto negativo delle politiche di austerità ha alimentato disagio sociale e reazione politica che si è a volte espressa anche in forme estreme, come nel caso della formazione di movimenti politici esplicitamente antieuropeisti.** Anche tra le autorità europee, con i cambi al vertice in Italia a fine 2001 e in Francia nel 2012, emergeva la necessità che accanto all'austerità ci fosse una maggiore attenzione alla crescita economica, fino alla definizione accanto al *Fiscal Compact* di un *Growth Compact*, i cui effetti non si sono finora evidenziati.

A rafforzare il fronte "anti-austerità" c'è stata anche la sorprendente presa di posizione del Fondo Monetario Internazionale che nell'autunno del 2012 ha ammesso che gli effetti delle politiche di austerità sulla crescita delle economie coinvolte sono stati superiori alle previsioni e che il cosiddetto "moltiplicatore fiscale" risulterebbe, nel caso di una restrizione fiscale, ben superiore allo 0,4-0,5 generalmente accettato e più specificatamente nell'intervallo 0,9-1,7. Ad esempio un punto percentuale di Pil di restrizione fiscale determinerebbe un calo dell'attività produttiva intorno o ben superiore al punto percentuale. Le cause di tali effetti sarebbero da attribuire al fatto che i tassi d'interesse delle banche centrali si sono di fatto azzerati, alla crisi finanziaria che è divenuta crisi di credito e all'elevata disoccupazione strutturale che si sta verificando in diverse economie. L'evidenza si è poi accompagnata ad un cambiamento della retorica del Fondo Monetario Internazionale che nel suo capo economista, Olivier Blanchard, ha cominciato ad evidenziare la necessità di porre un limite all'austerità di bilancio.

**La politica dell'austerità ha trovato spesso "sponda" in un articolo<sup>2</sup> pubblicato nel 2010 da due professori di Harvard, Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, nel quale in estrema sintesi si evidenziava che nella storia dell'ultimo secolo le economie caratterizzate da un debito pubblico superiore al 90% del Pil tendevano a registrare una crescita economica più bassa.**

---

<sup>2</sup> Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, "Growth in a time of debt", *American Economic Review*, maggio 2010.

La polemica si è acuita nelle ultime settimane, con la pubblicazione di un articolo<sup>3</sup> di tre professori dell'Università del Massachussets (Thomas Herndon, Michael Ash e Robert Pollin) che hanno criticato la tesi di Reinhart e Rogoff, evidenziandone anche un errore nel database, come ammesso dagli stessi economisti di Harvard, che però dissentono a loro volta dalle contro-tesi dei loro colleghi.

L'argomento a favore della necessità di invertire l'austerità, anche a prezzo di deficit e debito pubblico più alti è supportato anche da economisti americani premi Nobel come Paul Krugman e Joseph Stiglitz, che da tempo sostengono la necessità che l'Europa cambi rotta nella gestione della politica fiscale.

**A ben vedere le caratteristiche dell'area dell'euro, un'unione monetaria compiuta ma un'unione economica incompiuta, rendono il tema della gestione delle politiche fiscali senz'altro più complesso.**

Ad esempio la scarsa solidarietà tra i paesi è un elemento dirompente per la costruzione di un'area monetaria. Stati Uniti e Canada, paesi federali presi ad esempio dalla teoria delle aree monetarie ottimali, sono caratterizzati da ampia solidarietà tra gli stati membri e da rilevanti trasferimenti sia a lungo termine, a favore delle regioni più povere, che a breve termine, per rispondere a *shock* asimmetrici, mentre nell'area Euro la solidarietà è limitata: è prevista solo la prima categoria di trasferimenti, e per quantitativi più contenuti<sup>4</sup>.

Tra i motivi dell'avvio delle politiche di austerità in Europa da circa tre anni c'è la presa di coscienza da parte dei mercati finanziari di un'area valutaria caratterizzata da condizioni economiche e di conti pubblici differenziate, in assenza di una Banca centrale in grado di supportare pienamente l'economia attraverso acquisti di titoli di Stato, come accaduto negli Stati Uniti, nel Regno Unito o in Giappone. **La necessità che ogni singolo Stato dell'area valutaria comune preservi la fiducia dei mercati finanziari sulla propria solvibilità ha di fatto contribuito a rendere necessarie politiche di controllo dei conti pubblici.** Laddove insufficiente, l'austerità è stata accompagnata da aiuti finanziari europei e internazionali (in Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Cipro) diretti agli Stati o alle banche del Paese in difficoltà.

**Il caso dell'Italia è emblematico.** Ci si chiede ad esempio. Cosa sarebbe successo al nostro Paese se a novembre 2011, invece di una politica di austerità finalizzata al risanamento dei conti pubblici, fosse iniziata una politica di spesa pubblica o riduzione della tassazione per sostenere la ripresa economica? La risposta che si ottiene più frequentemente dai commentatori, e probabilmente quella più credibile, è "il default del nostro Paese". In tal senso l'assenza di una valuta e di una Banca centrale nazionali hanno senz'altro limitato il raggio d'azione della politica economica.

Seppur si trattasse di un'azione necessaria per la difesa della solvibilità dell'Italia, è indubbio che la significativa restrizione fiscale degli ultimi due anni ha pesantemente deteriorato le

---

<sup>3</sup> Thomas Herndon, Michael Ash e Robert Pollin, "Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff".

<sup>4</sup> Cfr. Tamim Bayoumi, Paul R. Masson (1995). Fiscal flows in the United States and Canada: Lessons for monetary union in Europe. *European Economic Review* 39 (2): 253-274.

condizioni economiche, determinando una lunga e profonda recessione, ancora in corso. **Tuttavia il percorso di risanamento dei conti pubblici potrebbe in ogni caso essere regolato, in termini di intensità e durata, in modo da determinare il minor effetto negativo possibile (o un effetto positivo) sulle condizioni economiche.** Da una parte l'opportunità di adottare una maggiore flessibilità (quella "accettata" dagli investitori), dall'altra la necessità di adottare un efficace strumento comune di sostegno alla crescita (*Growth Compact*) da affiancare a quello obbligato di vincolo fiscale (il *Fiscal Compact*) rappresentano i capisaldi di una nuova dottrina economica europea che deve farsi spazio in tempi rapidi, per evitare che il disagio economico e sociale aumenti in misura incontrollabile, rendendo lo scenario politico-istituzionale europeo sempre più rischioso.

A tal proposito riproponiamo di seguito quanto scritto nel terzo numero dell'Osservatorio a inizio gennaio di quest'anno: *«Il futuro Governo italiano è atteso alla sfida di ritrovare la crescita economica attraverso il passaggio da una politica fiscale "dell'emergenza" a una dello stimolo all'economia e all'occupazione, attraverso una riduzione e una più equa distribuzione del carico fiscale, nonché attraverso una più incisiva lotta agli sprechi e alle inefficienze nella Pubblica Amministrazione».*

In tal senso le indicazioni programmatiche del Governo da poco in carica in Italia evidenziano la volontà di perseguire proprio la strada di una maggiore attenzione alla crescita economica, anche e soprattutto in sede europea.

Più nello specifico il tema della sospensione e dell'eventuale eliminazione dell'IMU sulla prima casa ha riempito le pagine dei giornali degli ultimi tempi. La sola sospensione implicherebbe per il 2013, come noto, una necessità di finanziamento aggiuntiva di circa 2 miliardi di Euro mentre la completa eliminazione necessiterebbe di risorse sostitutive per 4 miliardi di Euro circa. L'eliminazione dell'aumento dell'IVA già previsto dal 1° luglio ha invece un valore di 2,1 miliardi di Euro quest'anno e 4 miliardi di Euro dal 2014, il rifinanziamento della CIG in deroga circa 1 miliardo di Euro, un reddito minimo garantito (sostitutivo di altre forme di integrazione del reddito) circa 5,5 miliardi di Euro aggiuntivi, incentivi alle assunzioni di giovani 2,5 miliardi di Euro, il rinnovo dei contratti a termine della PA circa 500 milioni di Euro e la proroga degli incentivi per la riqualificazione energetica circa 300 milioni di Euro. **Il totale delle misure sopra elencate avrebbe un valore superiore ai 15 miliardi di Euro**, risorse che se non si vuole superare il tetto del 3% in termini di deficit/Pil, andranno recuperate in altro modo.

Come noto le fonti di finanziamento senza inasprire per altre strade la pressione fiscale (e non avrebbe molto senso farlo) sono limitate. Tuttavia **esistono alcuni spazi di manovra sia sui conti nazionali che in ambito europeo.** Nell'ambito dei conti pubblici nazionali è evidente (come riportato dallo stesso Ministro dell'Economia Saccomanni) che la stima sulla **spesa per interessi** contenuta nel DEF è superiore rispetto a quanto risulterebbe oggi, grazie a una significativa riduzione dei tassi negli ultimi due mesi. Se tale riduzione fosse confermata in futuro (circa lo 0,5% in meno in media sui tassi) i risparmi conseguenti sarebbero dell'ordine di 2 miliardi di Euro per il 2014 e di circa 10 miliardi di Euro dopo 5 anni e mezzo. Una seconda fonte di finanziamento è quella della *spending review*, dalla quale si potrebbero recuperare risorse molto significative ma sulla quale gli esiti effettivi restano sempre molto incerti. Così

come è incerto l'esito della **lotta all'evasione**, i cui introiti nel 2012 (12,5 miliardi di Euro) si sono ridotti rispetto al 2011 (12,7 miliardi di Euro). Prosegue invece l'iter riguardante le **dismissioni di patrimonio pubblico**, che negli obiettivi del precedente Governo dovrebbero fruttare circa l'1% del Pil all'anno (più di 15 miliardi di Euro). Infine la possibilità di esercitare la delega per la **riforma fiscale**, con la razionalizzazione di detrazioni, deduzioni e contributi a famiglie e imprese. In ambito europeo, invece, l'uscita dell'Italia dalla procedura di deficit eccessivo potrebbe portare una **maggiore flessibilità da parte delle autorità europee** sui conti pubblici italiani: ad esempio attraverso una gestione "fuori bilancio" dei pagamenti della PA alle imprese, attraverso la pre-deduzione delle spese di cofinanziamento nazionale dei fondi strutturali o attraverso la cosiddetta "golden rule" per escludere dal deficit le spese per infrastrutture considerate strategiche per il sostegno alla crescita e all'occupazione. L'ordine di grandezza di tali risorse è di diverse decine di miliardi.

La strada dell'Europa è dunque una condizione essenziale perché una politica economica per la crescita possa essere efficace in Italia e in tutti i paesi europei nei quali le condizioni economiche sono preoccupanti. Seppur a costo zero, le cosiddette "riforme strutturali" spesso citate quali strumento di sostegno alla crescita economica, sono poco efficaci o finanche recessive per la crescita economica nel breve periodo e spesso difficili da realizzare per i numerosi interessi in gioco o la radicalità dei cambiamenti necessari. **Il sostegno alla crescita deve necessariamente passare dall'utilizzo di risorse economiche da recuperare attraverso una redistribuzione di carichi fiscali in senso più equo e favorevole all'occupazione, una più concreta solidarietà in ambito europeo (attraverso l'utilizzo di risorse comuni per investimenti infrastrutturali nei paesi in difficoltà economica) e una maggiore flessibilità (in intensità e tempistica) nel percorso di risanamento dei conti pubblici.**

Milano, 29 maggio 2013

\* . \* . \*

***AIAF-Associazione Italiana degli Analisti Finanziari**, costituita nel 1971 senza fini di lucro, rappresenta nell'ambito della comunità finanziaria italiana circa 1.000 analisti finanziari operanti presso Istituti di credito, SIM, Società finanziarie, SGR e Studi indipendenti.*

*Scopi dell'**AIAF** sono quelli di promuovere e diffondere lo studio, la cultura e l'educazione per l'analisi finanziaria, valorizzare, sviluppare e tutelare l'esercizio delle professionalità che utilizzano l'analisi finanziaria e contribuire alla trasparenza, ed efficienza dei mercati finanziari, tenuto conto di criteri e prassi internazionalmente riconosciute anche interagendo per il raggiungimento di tali finalità con Organismi, Enti ed Associazioni pubblici e privati.*