

## Osservatorio AIAF sui conti pubblici

### Manovra non più recessiva, in attesa dei tagli alla spesa

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

- La Legge di Stabilità avrà il merito di non essere recessiva come lo sono state necessariamente le precedenti, ma i margini di manovra per uno stimolo fiscale sono limitati e rendono le misure complessivamente poco efficaci dal punto di vista economico
- L'esiguità degli interventi di stimolo è giustificata dall'entità limitata dei tagli alla spesa in attesa di una più consistente *spending review*. Un'altra categoria di misure sostanzialmente rinviate è stata quella relativa alle dismissioni, previste al momento per soli 500 milioni di Euro all'anno. Ne è derivato un giudizio UE sostanzialmente condizionato all'approvazione di ulteriori misure dirette alla riduzione del debito pubblico e al taglio della spesa
- Si confermano le indicazioni di un ciclo economico in ripresa e lo si vedrà più chiaramente nei numeri relativi all'attività produttiva del IV trimestre 2013. Per i prossimi sei mesi ci aspetta, tuttavia, una *jobless recovery* e un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro si vedrà solo in primavera
- Permangono alcuni fattori strutturali che impediscono un aumento del PIL potenziale, con la crescita della produttività che resta carente e la competitività ancora insufficiente
- La stabilità del Governo è una condizione essenziale per evitare che la ripresa venga frenata o interrotta da una nuova fase di incertezza politica e fiscale

Milano, 25 novembre 2013 – La Legge di Stabilità – per la prima volta da anni – si può definire “non recessiva”, ma nella sua formulazione attuale non può essere definita ancora “espansiva”, poiché l'impatto economico è limitato dalle scarse risorse disponibili a causa della necessità di contenere il livello del *deficit*. Restano vaghi i provvedimenti diretti a un più incisivo taglio alla spesa e a più consistenti dismissioni, misure che consentirebbero l'avvio della riduzione del debito e un giudizio positivo senza riserve da parte della Commissione Europea. Il peggioramento del fabbisogno di cassa è, in ogni caso, il frutto di politiche favorevoli alla crescita come l'aumento dei rimborsi fiscali e il pagamento di parte dei debiti della Pubblica Amministrazione. Anche grazie a questi provvedimenti, e al miglioramento della congiuntura internazionale, il ciclo economico in Italia è in recupero. La ripresa non sarà, tuttavia, di intensità tale da creare occupazione in misura significativa, ma un miglioramento del mercato del lavoro è probabile nella primavera del 2014. I prossimi mesi saranno cruciali per preservare la ripresa e la stabilità politica è una condizione essenziale per evitare di tornare in un clima di incertezza che peserebbe gravemente sull'atteso recupero dei consumi e degli investimenti.

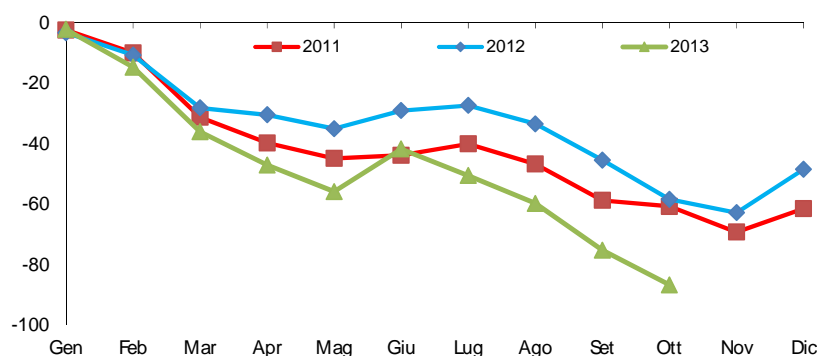
### *Il fabbisogno di cassa e la dinamica delle entrate*

L'andamento del fabbisogno di cassa nei primi 10 mesi del 2013 conferma un peggioramento rispetto al 2012, ma anche alla luce della recente "manovrina" per l'anno in corso, non è incompatibile con il rispetto del limite del 3% nel rapporto deficit/Pil 2013. Il fabbisogno di cassa cumulato a fine ottobre è stato infatti di 86,8 miliardi di Euro, contro i 58,5 miliardi di Euro dei primi 10 mesi del 2012. Nel dettaglio il mese di agosto ha visto un fabbisogno di 9,2 mld di Euro (circa 6 mld di Euro nel 2012), settembre ha segnato un fabbisogno di 15,5 mld di Euro (11,4 mld di Euro nel 2012) e ottobre un fabbisogno di 11,5 mld di Euro (13 mld di Euro nel 2012). A influenzare i dati degli ultimi tre mesi, i primi due risultati maggiori rispetto al 2012 (di circa 3,2 mld ad agosto e di circa 4 mld a settembre) ma settembre risultato inferiore (di circa 1,5 mld), sono state ancora una volta le misure a sostegno della crescita economica, come il pagamento dei debiti della pubblica amministrazione e maggiori rimborsi fiscali. A determinare il peggioramento del fabbisogno statale ad agosto e a settembre c'è anche la diversa platea di contribuenti interessati dallo slittamento delle scadenze fiscali rispetto allo scorso anno, mentre il miglioramento di ottobre è attribuibile al confronto con il 2012, quando ci fu il pagamento in un'unica soluzione della rata del fondo salva Stati ESM.

L'andamento del fabbisogno è, dunque, ancora influenzato dal pagamento dei debiti commerciali da parte della Pubblica Amministrazione (18 mld di Euro già stanziati agli enti debitori e 14 mld pagati al 28 ottobre 2013) e da maggiori rimborsi fiscali (3,5 miliardi di Euro). L'obiettivo di fabbisogno totale del 2013, contenuto nell'aggiornamento del Documento di Economia e Finanza di settembre, sale dunque a 80,1 miliardi di Euro, inclusi complessivi 26,4 miliardi previsti quali pagamenti dei debiti commerciali da parte delle amministrazioni pubbliche nei confronti delle imprese.

Va dunque precisato che non tutto l'incremento di fabbisogno si traduce in un aumento del deficit (o indebitamento netto) della pubblica amministrazione. Dei 26,4 miliardi di maggiore fabbisogno solo 7,3 si traducono in maggior deficit, poiché a differenza di quelli in conto capitale, i pagamenti dei debiti commerciali di parte corrente sono già stati imputati al deficit al momento della loro formazione.

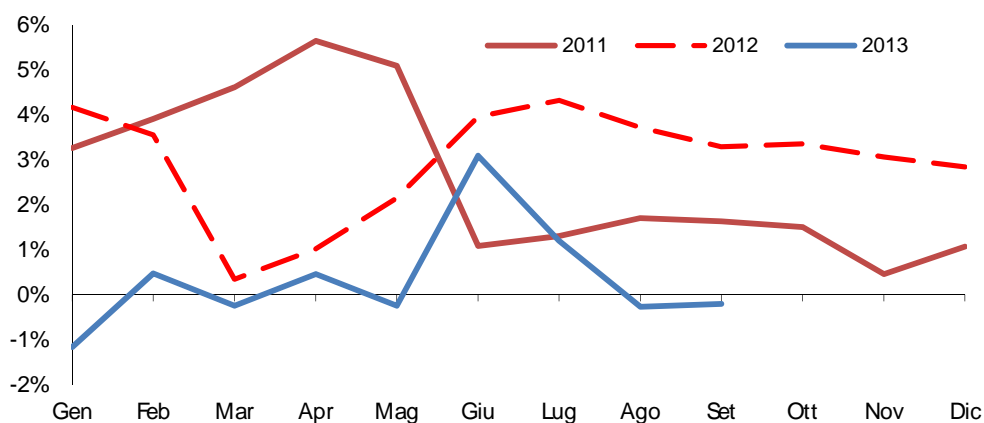
Fabbisogno di cassa del settore statale cumulato (miliardi di Euro)



Fonte: MEF

**Le entrate tributarie erariali nei primi nove mesi del 2013 evidenziano ancora una lieve flessione, per effetto di un andamento positivo delle imposte dirette e negativo per le imposte indirette.** Infatti, a fronte di un calo complessivo delle entrate tributarie per competenza pari allo 0,3% a gennaio-settembre 2013 rispetto allo stesso periodo del 2012, si registra un aumento delle imposte dirette del 2,1% e un calo di quelle indirette del 3%. Tra le voci che hanno maggiormente contribuito all'aumento delle imposte dirette nei primi 9 mesi del 2013, c'è ancora una volta quella **dell'imposta sostitutiva su ritenute, interessi e altri redditi da capitale (+17,8%, pari a 1.160 milioni di Euro di maggiori entrate)** e quello **dell'imposta sostitutiva sui redditi da capitale e sulle plusvalenze (+124,1%, pari a 890 milioni di Euro di maggiore gettito)**. Favorevole anche la dinamica del gettito IRES (+5%, pari a 952 milioni di Euro di maggiore gettito) e la componente IRPEF delle ritenute ai dipendenti del settore pubblico (+1,8%, pari a 857 milioni di Euro di maggiori entrate). Continuano a risultare in calo la componente IRPEF delle ritenute ai dipendenti del settore privato (-0,7%, pari a -353 milioni di Euro), le ritenute sui redditi da lavoro autonomo (-5,7%, pari a -572 milioni di Euro) e i versamenti in autoliquidazione dell'IRPEF (-8,5%, pari a -971 milioni di Euro), principalmente a causa della congiuntura economica nel periodo. Con riferimento alle imposte indirette si registra ancora una volta la forte diminuzione del gettito IVA (-4,7%, pari a -3,7 mld di Euro), sia con riferimento agli scambi interni (-1,6%, pari a -1 miliardo di Euro circa), ma soprattutto alle importazioni (-21%, pari a -2,6 miliardi di Euro). **La dinamica delle entrate derivanti dall'IVA resta condizionata dalla forte caduta dei consumi e delle importazioni.** La riduzione dei consumi si riflette anche sul gettito dall'imposta di fabbricazione degli oli minerali (-2,9%, pari a -508 milioni di Euro), mentre la crisi del settore immobiliare si riflette nel calo delle entrate per le imposte di Registro (-6,7%, pari a -203 milioni di Euro). Significativa anche la riduzione delle entrate derivanti dal consumo di tabacchi (-5,4%, pari a -450 milioni di Euro) per effetto della diffusione delle sigarette elettroniche. Restano in netto aumento le entrate derivanti dall'imposta di bollo (+25,4%, pari a 1,3 mld di Euro), per effetto delle modifiche normative introdotte nel 2011 col DI 201.

La crescita delle entrate tributarie erariali per competenza  
(% annuale del cumulato da inizio anno)

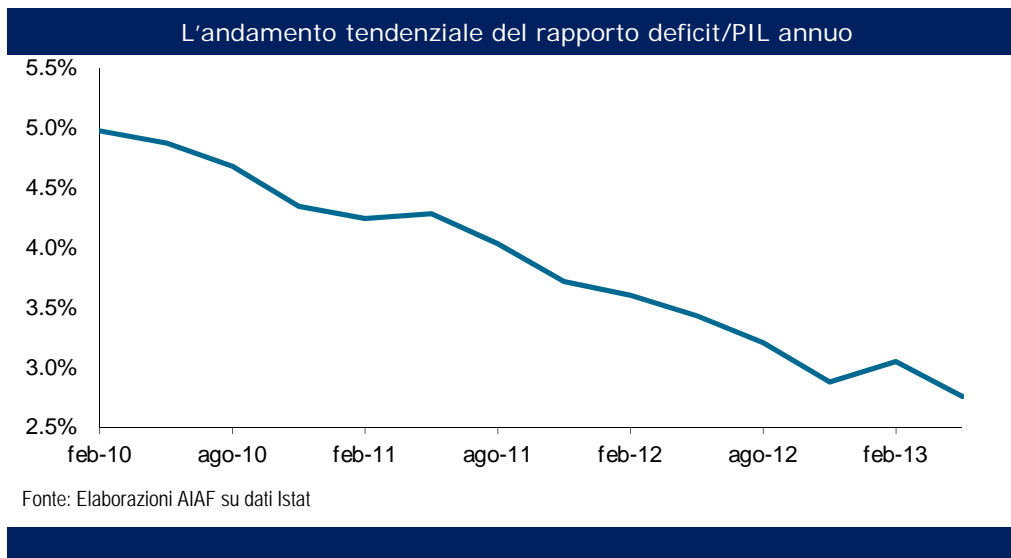


Fonte: MEF

## ***Il Conto economico delle amministrazioni pubbliche***

I dati sull'indebitamento netto della Pubblica Amministrazione per il secondo trimestre 2013 hanno evidenziato un miglioramento rispetto al secondo trimestre 2012. L'indebitamento netto della Pubblica Amministrazione (il cosiddetto deficit) da aprile a giugno 2013 è stato, infatti, pari a 4 miliardi di Euro (pari all'1% del PIL) rispetto agli 8,7 miliardi di Euro (pari al 2,2% del PIL) del secondo trimestre 2012. Nella prima metà del 2013 l'indebitamento netto della Pubblica Amministrazione è stato pari al 4,1% del PIL, in diminuzione di 0,3 punti percentuali rispetto alla prima metà del 2012.

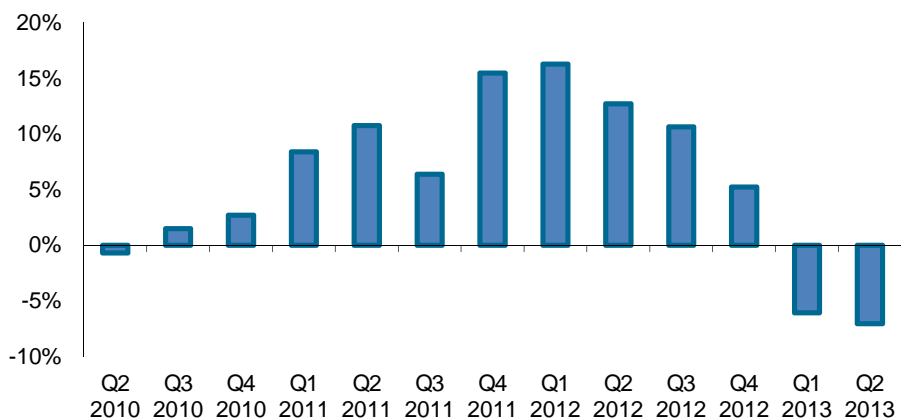
**Aggregando i dati degli ultimi 4 trimestri disponibili e considerando il periodo che va dal terzo trimestre 2012 al secondo trimestre 2013 emerge un deficit tendenziale su base annuale, in rapporto al PIL, che torna a scendere sotto il 3% dopo aver superato tale soglia nel primo trimestre 2013.**



Dal dettaglio dei dati trimestrali sul conto economico delle amministrazioni pubbliche si registra dal lato delle entrate una moderata crescita (2,9%) rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, per effetto di un calo delle imposte indirette (-2,1%) e di un aumento delle imposte dirette (+4,1%). Si riduce ma resta positiva la crescita delle entrate riferita alla prima metà del 2013 rispetto allo stesso periodo del 2012 (+1,5%). Nella prima metà dell'anno la pressione fiscale è stata pari al 45,5%, in aumento di 1,3 punti rispetto alla prima metà del 2012.

Con riferimento alle spese della Pubblica Amministrazione nel secondo trimestre 2013 va segnalato un calo della componente dei redditi da lavoro dipendente (-2,3% rispetto al secondo trimestre 2012) ma un aumento dei consumi intermedi (+4,1%) e delle prestazioni sociali in denaro (+2,9%). **Permane un'importante diminuzione della spesa per interessi (-7%) anche per effetto della normalizzazione dei mercati finanziari nel 2013.**

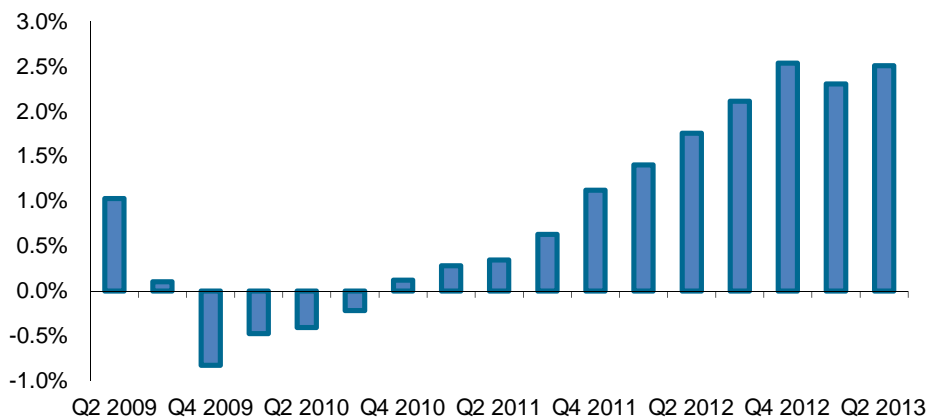
### La crescita tendenziale della spesa per interessi



Fonte: Elaborazioni AIAF su dati Istat

Infine, il saldo primario (che esclude la spesa per interessi) nel secondo trimestre 2013 è stato positivo e pari al 4,7% del PIL, in aumento di 0,9 punti rispetto al 2012. Considerando la prima metà dell'anno, il 2013 ha visto un surplus primario pari all'1,1% del PIL, con un calo di 0,1 punti rispetto al 2012. In termini tendenziali gli ultimi 4 trimestri fino al secondo trimestre 2013 segnano un aumento del surplus fino al 2,5% del PIL.

### Il surplus primario tendenziale annuo in rapporto al PIL



Fonte: Elaborazioni AIAF su dati Istat

**Dai dati emerge, dunque, una sostanziale tenuta della dinamica del deficit pubblico, nonostante la maggiore attenzione alla necessità di supportare l'economia tramite rimborsi fiscali o anticipi di pagamenti. La sostanziale uscita da una situazione di emergenza rende possibile una maggiore attenzione alle misure di supporto alla crescita economica, da realizzare preferibilmente attraverso misure di contenimento degli sprechi e delle inefficienze della pubblica amministrazione, nonché di ulteriore taglio ai costi della politica. La possibilità di recuperare risorse in misura**

significativa, mantenendo un adeguato surplus primario, resta legata all'attuazione della *spending review*, che resta la sfida più ambiziosa nei prossimi mesi, insieme alle dismissioni del patrimonio pubblico vendibile.

### **La legge di Stabilità**

La Legge di Stabilità, che al momento è suscettibile di modifiche in Parlamento avendo ancora la forma di un disegno di legge, evidenzia per il 2014 una svolta importante rispetto agli scorsi anni: la fine di manovre pesantemente restrittive e potenzialmente recessive. Tuttavia l'entità dello stimolo che il DDL Stabilità offre per il prossimo anno è molto modesta, facendo configurare la manovra sostanzialmente come neutrale per il ciclo economico.

Nel dettaglio le principali caratteristiche della Legge di Stabilità come attualmente definita sono le seguenti per il 2014:

- Interventi risultanti in sgravi fiscali per 3,7 mld di Euro;
- Interventi risultanti in maggiori spese per 7,9 mld di Euro;
- Coperture con riduzioni di spesa o dismissioni di immobili per 6,7 mld di Euro;
- Coperture con aumenti di imposte per 1,9 mld di Euro.

#### Gli interventi e le risorse previsti dal Ddl Legge di Stabilità per il 2014

Dati in miliardi di Euro

Interventi		Risorse		
Sgravi fiscali	3.7	Tagli alla spesa	3.5	
Investimenti enti territoriali	1.0	Dismissioni, rivalutazione cespiti		
Debiti commerciali PA in conto capitale	0.5	e partecip., trattamento perdite		
Spese connesse a "politiche invariate"	3.9	settore finanziario	3.2	
di cui 0.8 in conto capitale		Aumento imposte	1.9	
Spese connesse a nuovi progetti	2.5			
di cui 1.6 in conto capitale				
<b>Totale</b>	<b>11.6</b>		<b>8.6</b>	<b>Effetto netto</b>
				<b>3.0</b>

Fonte: MEF

Dati in miliardi di Euro

**L'intervento netto (potenzialmente "espansivo") per il 2014 è dunque di 3 miliardi di Euro, pari a circa lo 0,2% del PIL.** L'effettiva portata delle misure della Legge di Stabilità per il ciclo economico va tuttavia considerata alla luce delle decisioni specifiche e del loro singolo impatto sulla crescita economica. Il provvedimento maggiormente significativo, dal punto di vista dell'effetto potenzialmente espansivo sulla crescita economica, è quello della riduzione del cuneo fiscale, ma come sarà chiaro più avanti la sua portata è abbastanza limitata.

Più nello specifico 1,56 mld di Euro sono destinati all'incremento della detrazione per lavoro dipendente, attraverso un aumento della detrazione "base" da 1338 Euro a 1520 Euro. La misura è valida soltanto per i redditi tra 8.000 e 55.000 Euro ed è completamente efficace solo se le imposte da pagare al netto delle detrazioni sono superiori all'importo della detrazione stessa. La platea dei lavoratori coinvolti è di circa 16 milioni<sup>1</sup>, pari all'80% circa del totale dei lavoratori dipendenti. La distribuzione per classi di reddito evidenzia la maggiore numerosità dei redditi tra 15.000 e 25.000. Il beneficio fiscale è massimo per i redditi tra i 15.000 e i 20.000 Euro, mentre risulta regressivo all'aumentare del livello del reddito.

#### Calcolo dei benefici dell'aumento delle detrazioni per lavoro dipendente

Classi di reddito complessivo in euro	Numero lav. dipendenti	Reddito imp. medio Euro	IRPEF lorda Euro	Detr. Prima Euro	Detr. Dopo Euro	Beneficio Euro
da 7.500 a 10.000	1,294,784	8,640	1,990	1,794	1,811	17
da 10.000 a 12.000	1,051,902	10,820	2,490	1,638	1,711	73
da 12.000 a 15.000	1,585,132	13,320	3,060	1,458	1,597	138
da 15.000 a 20.000	3,645,167	17,440	4,110	1,256	1,427	171
da 20.000 a 26.000	3,864,897	22,400	5,450	1,090	1,239	148
da 26.000 a 29.000	1,314,202	26,950	6,690	938	1,066	128
da 29.000 a 35.000	1,690,691	31,010	8,120	802	912	109
da 35.000 a 40.000	683,507	36,300	10,120	626	711	85
da 40.000 a 50.000	704,012	43,220	12,740	394	448	54
da 50.000 a 55.000	206,901	50,860	15,640	138	157	19
<b>TOTALE o MEDIA</b>	<b>16,041,195</b>	<b>21,659</b>	<b>5,469</b>	<b>1,152</b>	<b>1,274</b>	<b>123</b>

Fonte: Elaborazioni AIAF su dati MEF

Nota: i calcoli si basano sulle dichiarazioni dei redditi 2012 e sulla sola detrazione per lavoro dipendente prima e dopo la modifica

**Il tema di maggior rilevanza a proposito dell'aumento della detrazione per lavoro dipendente sta nell'esigua entità delle risorse stanziare. La distribuzione per fasce di reddito fa emergere un beneficio fiscale che su base mensile non supera nella migliore delle ipotesi i 14 euro (per la classe di reddito da 15.000 a 20.000 Euro). La scarsa misura del beneficio fiscale rende irrilevante anche la stima dell'impatto sul PIL, pur ipotizzando una propensione al consumo particolarmente elevata. L'ipotesi circolata di limitare alle classi di reddito più basse la riduzione del cuneo fiscale, se realizzata tramite lo strumento delle detrazioni per il lavoro dipendente, avrebbe un impatto probabilmente superiore. Una simulazione che preveda, con le stesse risorse disponibili, un aumento del 2% della detrazione base (da 1520 Euro a 1550 Euro) determinerebbe, infatti, un beneficio fiscale superiore che si tradurrebbe in un maggiore effetto macroeconomico, grazie alla maggiore propensione al consumo delle classi di reddito più basse, pur restando limitato a circa lo 0,1% del PIL.**

<sup>1</sup> Fonte: MEF

Simulazione degli effetti di un aumento del 2% della detrazione base a 1550 euro fino a 30.000 euro

Classi di reddito complessivo in euro	Numero lav. dipendenti	Reddito imp. medio <i>Euro</i>	IRPEF lorda <i>Euro</i>	Detr. Prima <i>Euro</i>	Detr. Dopo <i>Euro</i>	Beneficio <i>Euro</i>
da 7.500 a 10.000	1,294,784	8,640	1,990	1,794	1,814	19
da 10.000 a 12.000	1,051,902	10,820	2,490	1,638	1,723	86
da 12.000 a 15.000	1,585,132	13,320	3,060	1,458	1,620	161
da 15.000 a 20.000	3,645,167	17,440	4,110	1,256	1,456	199
da 20.000 a 26.000	3,864,897	22,400	5,450	1,090	1,264	173
da 26.000 a 29.000	1,314,202	26,950	6,690	938	1,087	149
<b>TOTALE o MEDIA</b>	<b>12,756,084</b>	<b>17,971</b>	<b>4,303</b>	<b>1,284</b>	<b>1,438</b>	<b>154</b>

Fonte: Elaborazioni AIAF su dati MEF delle dichiarazioni 2012 (redditi 2011)

Nota: i calcoli si basano sulle dichiarazioni dei redditi 2012 e sulla sola detrazione per lavoro dipendente prima e dopo la modifica

**Più che in valore assoluto, dunque, il segnale positivo di questa misura sta nell'auspicabile avvio di un percorso di riduzione della pressione fiscale sul lavoro dipendente, che al momento è solo accennato.** Un ammontare in grado di fare la differenza per l'effetto diretto e indiretto che genererebbe per l'economia italiana sta nella misura pari a 10 volte circa quello stanziato dalla Legge di Stabilità attualmente in discussione. **Una riduzione del carico fiscale sul lavoro dipendente pari, ad esempio, a 15 mld di Euro (1% del Pil circa) sarebbe in grado di generare una maggior crescita economica nell'ordine dell'1,5-2% già dal primo anno di applicazione.**

**Tuttavia nella valutazione delle misure della Legge di Stabilità non va mai trascurata una componente cruciale nella definizione di una politica economica sostenibile: quella del mantenimento dei limiti di *deficit* che hanno consentito all'Italia di uscire dalla procedura di *deficit* eccessivo e di tenere controllato il costo del debito. I margini di manovra sono dunque ancora troppo scarsi, a meno che non si proceda a una decisa revisione della spesa pubblica, negli ambiti che non risultino socialmente inaccettabili.**

A tal proposito il **"Patto per la salute"** tra Stato e Regioni, che dovrebbe essere applicato in via definitiva dal 2014, rappresenta un passo potenzialmente importante nella direzione di una spesa sanitaria più efficiente. L'applicazione dei costi standard, la digitalizzazione e la maggiore efficienza sulla spesa farmaceutica e sugli acquisti in generale potrebbero determinare risparmi di spesa che a giudizio del Ministero della Salute e del Ministero dell'Economia potrebbero arrivare a **15 mld di Euro in cinque anni**<sup>2</sup>.

Resta inoltre tutta da realizzare la *spending review*, che nella Legge di Stabilità è solo accennata. I tagli già previsti sono limitati e rimandati al biennio 2015-2016. **Le somme**

<sup>2</sup> Dichiarazione del Ministro Lorenzin contenuta in un articolo del Sole24Ore del 22/11/2013.



accantonate e rese indisponibili per la *spending review* e l'ottimizzazione dell'uso degli immobili, sia per lo Stato che per gli enti locali, sono pari ad appena 600 mln di Euro per il 2015 e a 1,31 mld di Euro per il 2016. Tuttavia in termini programmatici per il triennio 2015-2017 l'entità dei tagli che si intendono realizzare, ma che non sono ancora identificati, è più significativa. Il comma 35 dell'art. 10 prevede infatti **una clausola di salvaguardia secondo la quale, entro il 15 gennaio 2015, se non saranno individuati e realizzati interventi di razionalizzazione e di revisione della spesa pubblica per 3 mld di Euro nel 2015, 7 mld di Euro nel 2016 e 10 mld di Euro nel 2017, il Governo potrà disporre variazioni delle aliquote di imposta e riduzioni della misura delle agevolazioni e delle detrazioni vigenti per ricavare tali risorse.**

**Inoltre la Commissione istituita per la Revisione della Spesa, con a capo Carlo Cottarelli, ha valutato possibili risparmi nei prossimi 3 anni risparmi per 32 miliardi di Euro, seppur ancora non identificati e rimandati ad analisi e provvedimenti specifici al di fuori della Legge di Stabilità.**

Sul tema specifico degli effetti della Legge di Stabilità su famiglie e imprese, le elaborazioni realizzate sulle stime governative sui flussi netti di entrate e spese, con riferimento all'articolato, consentono di rilevare quanto segue:

- **Per il 2014 si registra una riduzione della pressione fiscale sulle famiglie** pari a circa **800 milioni di euro**, cioè lo 0,05% del Pil; per il 2015 e per il 2016, complice la possibile forte riduzione delle detrazioni d'imposta in eventuale assenza di *spending review*<sup>3</sup>, la pressione fiscale salirebbe rispettivamente di 209 mln di Euro (0,01% del Pil) e 2,7 mld di Euro (0,18% del Pil);
- **Una riduzione della pressione fiscale è prevista anche per le imprese**, pari a circa **950 milioni di euro per il 2014** (0,06% del Pil), di 1,4 mld di Euro nel 2015 (0,09% del Pil) e di 834 mln di Euro nel 2016 (0,05% del Pil);
- **Gli intermediari finanziari vedranno invece un aumento della pressione fiscale nel 2014 di circa 2,2 mld di Euro** (0,14% del Pil) e una successiva riduzione nel 2015 e nel 2016 rispettivamente di circa 330 milioni di Euro (0,02% del Pil) e di 1 miliardo di Euro (0,07% del Pil).

---

<sup>3</sup> L'ipotesi considerata è che la riduzione di detrazioni d'imposta e l'eventuale aggiustamento delle aliquote di tassazione riguardino per il 70% le famiglie, per il 20% le imprese e per il 10% gli istituti finanziari.

### La variazione della pressione fiscale in rapporto al Pil

Dati in percentuale

	2014	2015	2016
Famiglie	-0.05	0.01	0.18
Imprese	-0.06	-0.09	-0.05
Intermediari finanziari	0.14	-0.02	-0.07

Fonte: Elaborazioni AIAF su dati MEF

Nota: i calcoli si basano sugli effetti determinati dall'articolato del Ddl Stabilità

**Gli effetti redistributivi sono dunque significativi. Nel 2014 l'aumento della pressione fiscale per gli intermediari finanziari andrà a finanziare la riduzione per le famiglie e le imprese, mentre dal 2015, in assenza di misure significative sul fronte del contenimento della spesa pubblica, le famiglie andrebbero a finanziare la riduzione della pressione fiscale delle imprese e degli intermediari finanziari.**

**Prendendo in considerazione le misure di contenimento e di ampliamento della spesa a vantaggio delle diverse categorie di soggetti presi in considerazione, emerge che le imprese sono le maggiori beneficiarie degli interventi. Infatti:**

- I benefici fiscali netti a favore delle famiglie si riducono a 665 mln di Euro per il 2014 mentre diventano pesantemente negativi per il 2015 e per il 2016, a causa della clausola di salvaguardia legata alle *spending review*;
- I benefici fiscali netti a favore delle imprese arrivano a 1,5 mld di Euro circa nel 2014, e si mantengono positivi nel 2015 (1,2 mld di Euro) e nel 2016 (600 mln di Euro);
- Sono invece negativi i benefici fiscali per gli intermediari finanziari nel 2014 (-2,2 mld di Euro, ma diventano positivi nel 2015 (335 mln di Euro) e nel 2016 (1 mld di Euro).

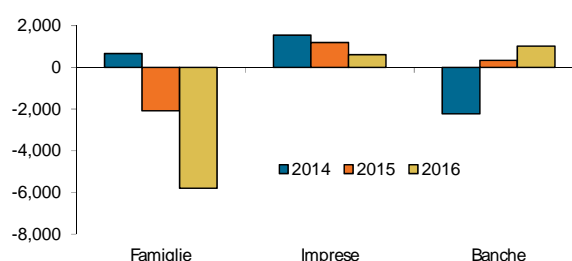
#### Benefici fiscali netti per soggetto economico

Dati in milioni di Euro

	2014	2015	2016
Famiglie	665	-2,081	-5,799
Imprese	1,546	1,198	609
Banche	-2,224	335	1,019
Altro	2,728	-2,959	-3,092
Totale	2,715	-3,507	-7,263

Fonte: Elaborazioni AIAF su dati MEF

#### Benefici fiscali netti per soggetto economico



Fonte: Elaborazioni AIAF su dati MEF

**Riassumendo la Legge di Stabilità presenta i seguenti aspetti positivi:**

- Dopo anni la manovra finanziaria non è recessiva, costituendo un primo tentativo, seppur modesto, di accompagnare la ripresa economica pur mantenendo l'equilibrio dei conti pubblici;
- E' apprezzabile la scelta di riduzione del cuneo fiscale, anche se appena accennata, per l'effetto favorevole che essa determina sui redditi delle famiglie, sulla profittabilità delle imprese e sulla competitività delle stesse;
- Nonostante un effetto sostanzialmente neutrale sulla crescita economica, le misure in corso di approvazione determinano una redistribuzione del carico fiscale a favore di famiglie e imprese nel 2014; più incerto l'effetto sul 2015 e 2016 poiché strettamente dipendente dall'esito della *spending review*.

**Permangono tuttavia dei punti deboli che in sintesi possono così riassumersi:**

- Temi condivisi come la lotta all'evasione e i tagli ai costi della politica non sono presenti in misura significativa e solo nella misura di finanziamenti ordinari o di tagli semi-lineari ai Ministeri;
- Sulle famiglie permane la "spada di Damocle" della *spending review*, in assenza della quale vedrebbero un forte aumento della pressione fiscale in conseguenza della drastica riduzione delle detrazioni;
- I provvedimenti nel loro insieme non hanno alcun significativo impatto sulla crescita economica, disattendendo di fatto l'obiettivo di passare da politiche di austerità a politiche per la crescita, complice la necessità di preservare gli obiettivi di bilancio europei.

**In sostanza, nella formula attuale, la Legge di Stabilità appare permeata di "vorrei ma non posso" con riferimento alla volontà di ridurre la spesa inefficiente e tramite essa la pressione fiscale al fine di rilanciare la crescita economica. Il mantenimento dell'equilibrio dei conti pubblici, ma anche le difficoltà incontrate nella definizione di misure più incisive in presenza di una maggioranza di Governo eterogenea, hanno limitato l'efficacia di una Legge di Stabilità destinata probabilmente a essere interlocutoria, seppure non priva di interessanti spunti di rilancio dell'attività economica. La questione dirimente resta quella dell'attuazione di una profonda *spending review* che, insieme a una più efficace lotta all'evasione, sarebbe in grado di liberare le risorse necessarie a una più intensa riduzione della pressione fiscale per sostenere il reddito disponibile delle famiglie e la competitività delle imprese.**

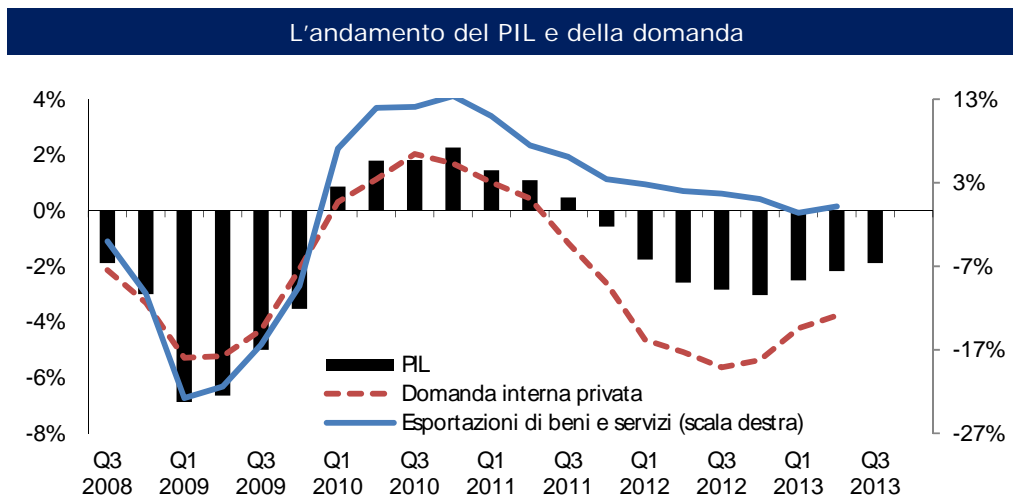
Ciò nonostante, le prime anticipazioni sulla stessa *spending review* (32 mld di Euro di minore spesa in 3 anni), tratte dall'insediamento del Commissario *ad hoc* Carlo Cottarelli, insieme ad alcuni provvedimenti al momento non inclusi nella Legge di Stabilità (*in primis* la questione delle quote della Banca d'Italia, ma anche le

dismissioni di partecipazioni statali), fanno intravedere dei margini di intervento e di stimolo che, anche se non inseriti nella stessa Legge, potranno eventualmente essere attivati già a partire dal 2014.

### La situazione macroeconomica

Dal punto di vista strettamente macroeconomico gli ultimi mesi hanno visto la conferma di segnali di ripresa dell'attività produttiva.

I dati di contabilità nazionale del terzo trimestre 2013 hanno evidenziato un leggero calo del Pil ma hanno confermato un minor calo dell'attività produttiva rispetto ai trimestri precedenti. La variazione trimestrale del Pil è stata infatti pari a -0,1%, dopo il -0,3% del secondo trimestre, il -0,6% del primo trimestre 2013 e il -0,9% del quarto trimestre 2012. La domanda interna, nei dati disponibili fino al secondo trimestre, risulta ancora in calo (-0,4% su base trimestrale) ma anche in questo caso in misura inferiore rispetto ai trimestri precedenti. Il grafico sotto riportato, contenente le variazioni su base annuale, evidenzia comunque che il Pil è ancora in netta discesa (-1,8% nel terzo trimestre) così come la domanda interna (-3,8% nel secondo trimestre) mentre si conferma la tenuta delle esportazioni (+0,2% nel secondo trimestre). Va tuttavia precisato che si tratta di dati antecedenti rispetto ai segnali più convincenti di recupero dell'attività produttiva emersi nel corso dell'estate e che lasciano prevedere un recupero del Pil nell'ultimo trimestre dell'anno.



Fonte: Istat.

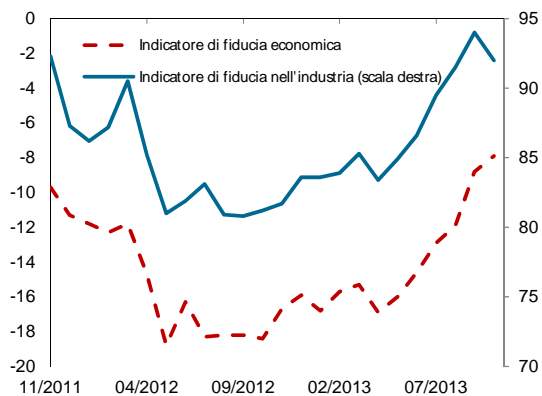
Nota: variazioni % a/a di valori a prezzi costanti, destagionalizzati

Nello specifico le indicazioni più significative di una ripresa del ciclo economico sono le seguenti:

- recupero degli indicatori della fiducia economica e della fiducia nell'industria e nei servizi ai livelli di circa due anni fa;
- un aumento della capacità produttiva utilizzata a fronte di una produzione industriale ancora in calo, segno di una ristrutturazione produttiva probabilmente vicina alla fine;
- una crescente fiducia tra settori (beni di consumo, beni intermedi e beni d'investimento) e tra macro-regioni;
- l'aumento dello *stock* e dei nuovi ordinativi domestici ed esteri.

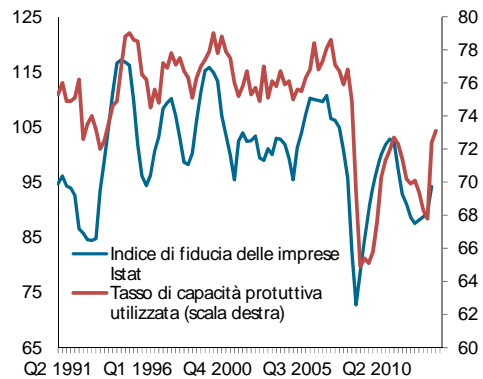
I grafici sotto riportati evidenziano infatti indicazioni univoche di recupero, anche se in alcuni casi (fiducia economica e dei consumatori) recentemente sconfessate nei dati più recenti. E' evidente infatti che l'inversione di tendenza manifestatasi a metà anno, probabilmente determinata dalla ripresa del ciclo mondiale, come confermano anche gli indicatori di fiducia globale, debba essere preservata da rischi di instabilità politica che potrebbero avere effetti negativi sulle decisioni di consumo e investimento.

Indicatori di fiducia negli ultimi 2 anni



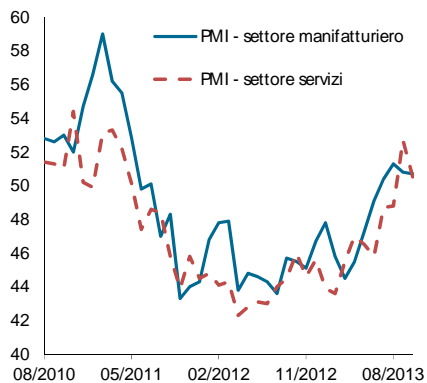
Fonte: Istat, Commissione Europea

Fiducia delle imprese e capacità utilizzata



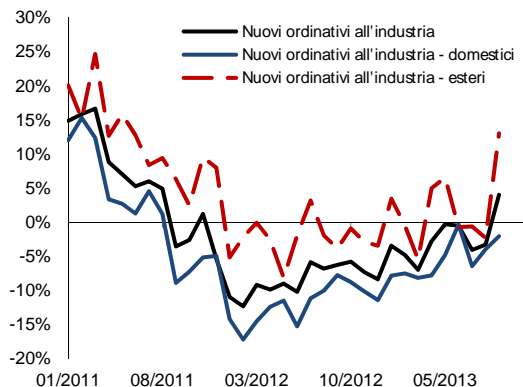
Fonte: Istat

I Purchasing Manager Indices in Italia



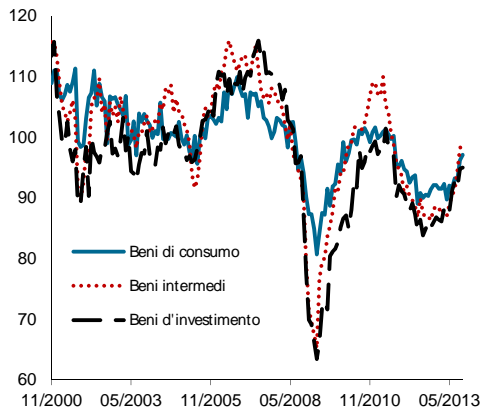
Fonte: Bloomberg

I nuovi ordinativi alle imprese



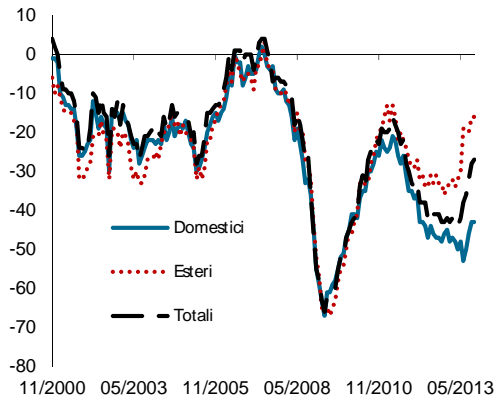
Fonte: Istat

Indicatori di fiducia per comparto



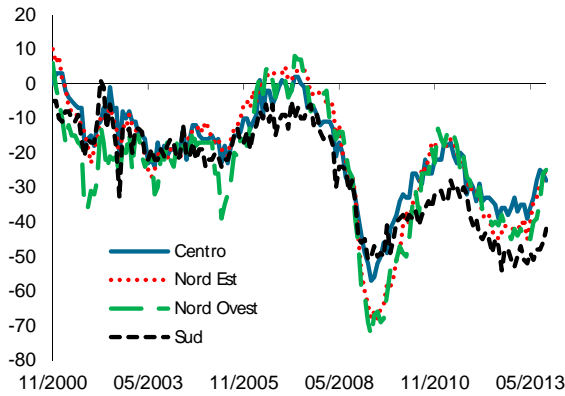
Fonte: Istat

Lo stock di ordinativi



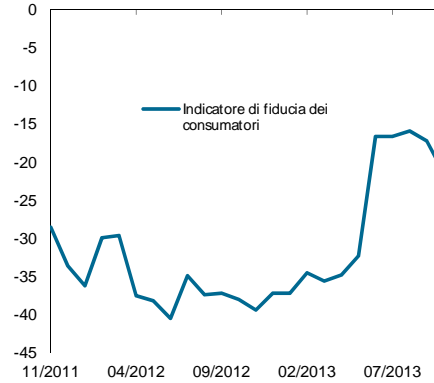
Fonte: Istat

Indicatori di fiducia delle imprese per macro regioni



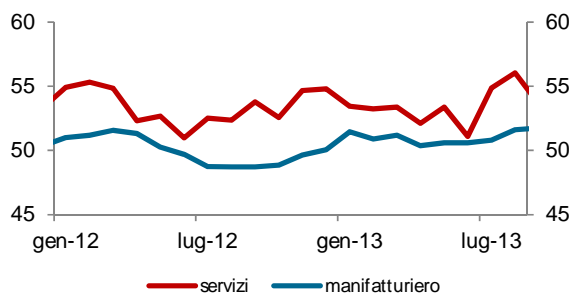
Fonte: Istat

La fiducia dei consumatori



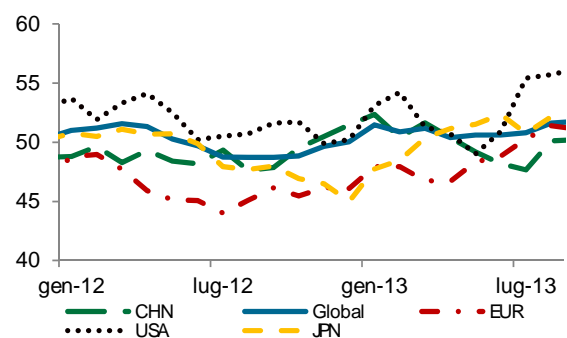
Fonte: Istat

Il Purchasing Manager Index globale



Fonte: Bloomberg

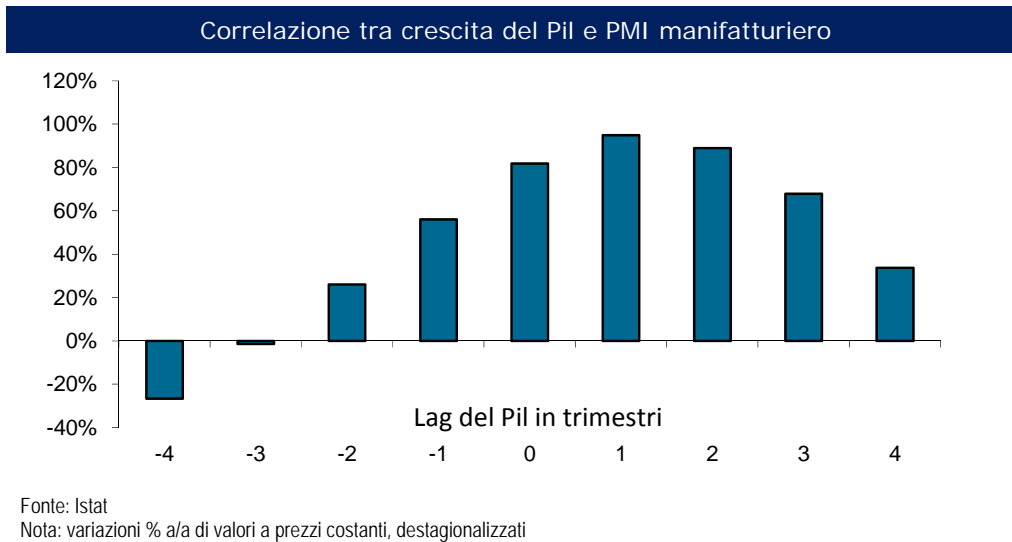
I Purchasing Manager Indices di selezionati Paesi



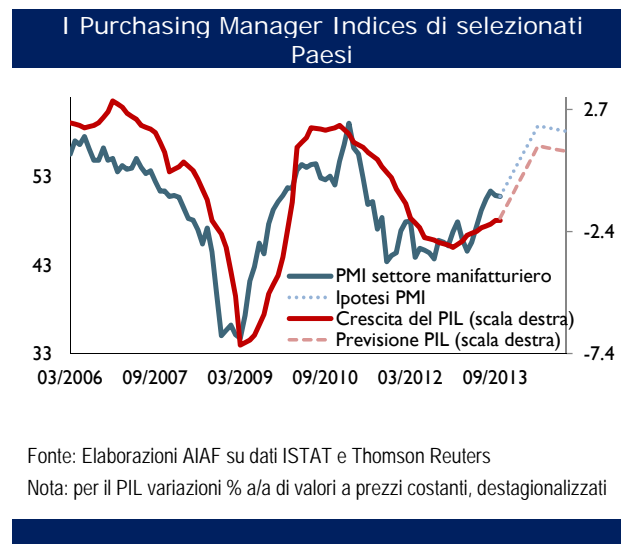
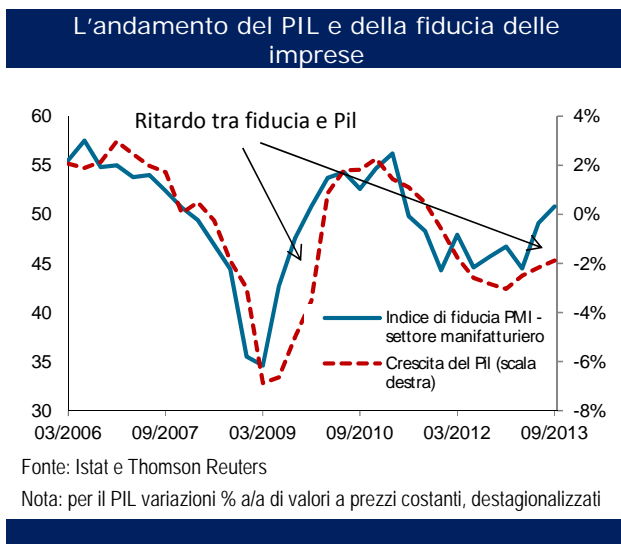
Fonte: Bloomberg

Va in ogni caso chiarito che il recupero degli indicatori di fiducia non è al momento accompagnato da un recupero dell'attività produttiva. La produzione industriale, infatti, è ancora in calo, così come il PIL fino al terzo trimestre e come le principali componenti della domanda fino al secondo trimestre (ad esclusione delle esportazioni). Va tuttavia ricordato che **la relazione tra gli indicatori di fiducia e l'attività reale è tipicamente ritardata. La massima correlazione tra la crescita del PIL e l'indicatore di fiducia PMI (Purchasing**

Manager Index) si trova, infatti, con un ritardo del PIL pari a un trimestre (correlazione del 95%), lasciando intendere che la ripresa dello stesso dovrebbe avvenire nel quarto trimestre 2013. Un risultato analogo si ottiene utilizzando il PMI composito che include anche la componente dei servizi.



Poiché il PMI ha evidenziato un significativo aumento proprio nel terzo trimestre del 2013, quando peraltro ha superato l'importante livello spartiacque di 50, è probabile che il recupero dell'attività produttiva possa iniziare proprio nell'ultimo trimestre dell'anno.

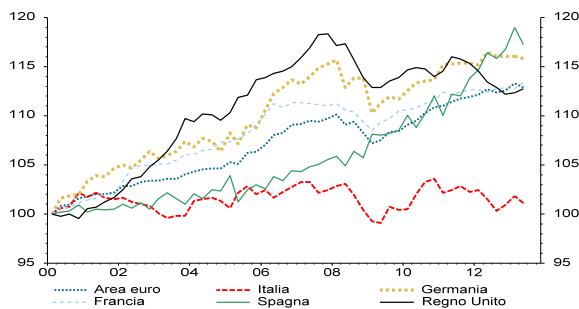


Attraverso un modello elaborato sulla base dell'indice PMI, un recupero della fiducia delle imprese simile a quello del 2009-2010, fino al picco del febbraio 2011, implicherebbe un'accelerazione del PIL fino all'1,2% a metà del 2014, con una media annua intorno allo 0,6%.

## I problemi strutturali

Nonostante in termini dinamici la situazione sia più favorevole, con un miglioramento congiunturale atteso per la fine di quest'anno e il 2014, l'entità della crescita economica resterà tutto sommato modesta e non arriverà probabilmente all'1% nel 2014. Alla base di un quadro di persistente debolezza dell'economia italiana c'è una serie di motivazioni che non è opportuno affrontare in questa sede. Le cosiddette "riforme strutturali", dirette a una maggiore liberalizzazione di mercati e servizi, nonché a una maggiore efficienza della macchina amministrativa, sono finalità note ma difficilmente implementabili nel nostro Paese, come l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato. Tutto ciò va a scapito dell'attrattiva dell'Italia per gli investimenti esteri, ma anche degli investimenti delle imprese italiane, peraltro persistentemente condizionate dalla dimensione mediamente bassa e dalla difficoltà di crescita o aggregazione. Alla base c'è peraltro anche una situazione di produttività allarmante, con conseguenze sulla competitività dell'Italia, come dimostrano gli indici nel confronto con gli altri paesi.

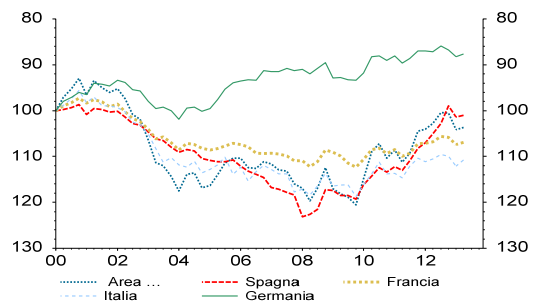
Indice di produttività (base 2000 = 100)



Fonte: Elaborazioni AIAF su dati Eurostat

Nota: Indici di produttività del lavoro reale (Pil per ora lavorata)

Indice di competitività  
(base 2000 = 100, scala inversa)



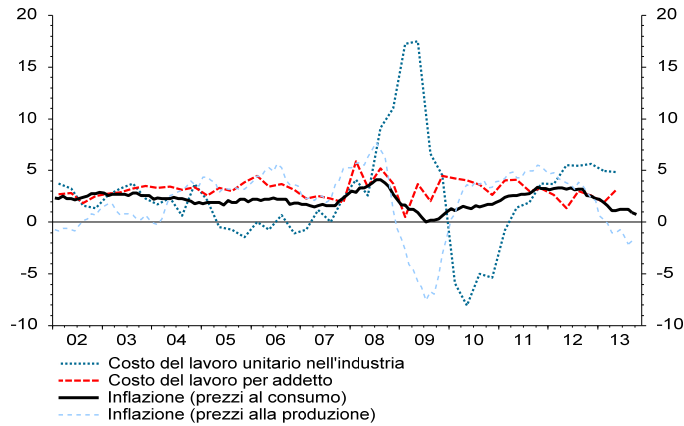
Fonte: Elaborazioni AIAF su dati BCE

Nota: Indicatori armonizzati reali di competitività basati sul costo del lavoro unitario. Maggiore è il livello dell'indice, minore è la competitività del Paese

In Italia, il costo del lavoro, seppur in rallentamento, è rimasto in crescita sostanzialmente stabile negli ultimi trimestri, nonostante la disoccupazione in netto aumento. **Tra i temi strutturali che sono alla base della bassa potenzialità di crescita dell'economia italiana c'è cioè quello di un'elevata vischiosità dei salari che impedisce un rapido aggiustamento di salari e prezzi per migliorare le condizioni competitive e l'incentivo a incrementare l'attività produttiva. Di fatto in Italia si è verificato un rallentamento dei prezzi superiore a quello dei salari, determinando dunque un peggioramento delle condizioni competitive.**



Costo del lavoro e prezzi in Italia (var. % annuale)



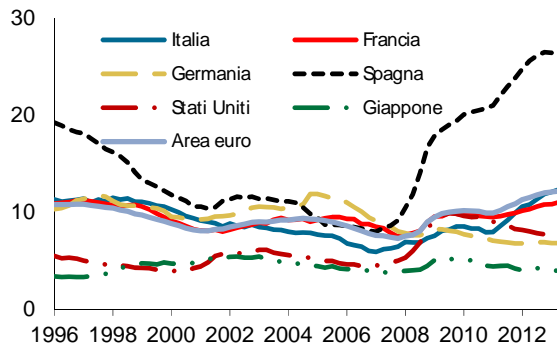
Fonte: Elaborazioni AIAF su dati Istat

Il mercato del lavoro

I dati recenti sul mercato del lavoro in Italia evidenziano in tutta la sua drammaticità quanto la crisi stia incidendo sulla capacità del sistema economico di creare nuovo lavoro e di conservare il lavoro esistente. Il tasso di disoccupazione complessivo ha superato i massimi storici ed è al 12,5% così come quello relativo alla disoccupazione giovanile (15-24enni), che resta superiore al 40%. Né il confronto europeo risulta particolarmente confortante: con un tasso di disoccupazione al 12,5% a settembre, l'Italia ha appena superato la media dei paesi dell'area euro (12,2%) ed è in condizioni migliori solo rispetto a paesi più direttamente colpiti dalla crisi finanziaria come Spagna, Portogallo, Grecia, Cipro e Irlanda o con tassi di disoccupazione strutturalmente elevati come la Slovacchia. La disoccupazione giovanile presenta un quadro finanche più drammatico, con l'Italia (al 40,4%) seconda solo alla Spagna (56,5%).

Tasso di disoccupazione

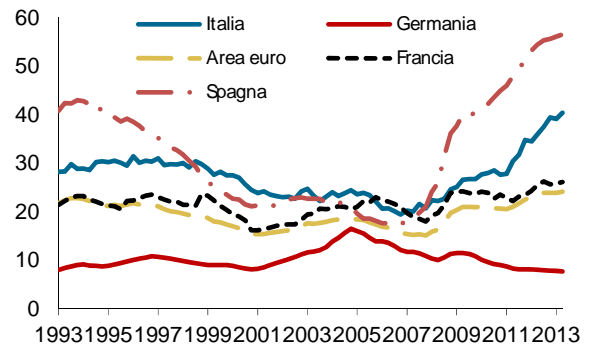
Dati in percentuale



Fonte: Eurostat

Tasso di disoccupazione giovanile (minori di 25 anni)

Dati in percentuale



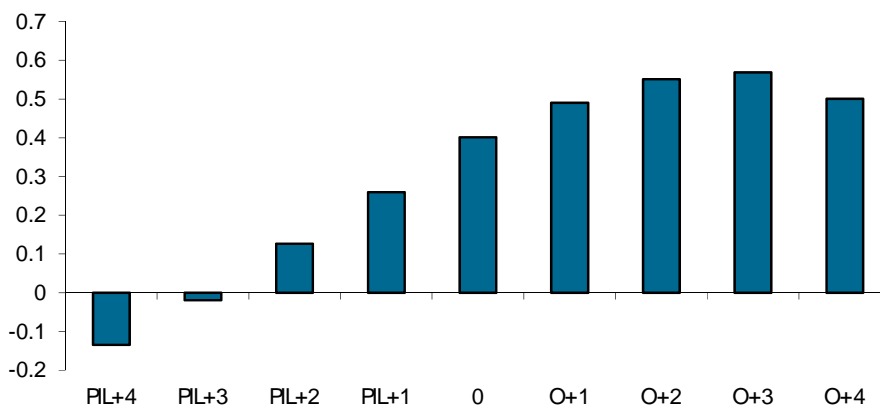
Fonte: Eurostat

Alla base di tale quadro allarmante c'è una serie di motivazioni:

1. la profonda recessione che ha vissuto il nostro paese;
2. il grado di elevata incertezza normativa sulla contrattualistica del lavoro, caratterizzata da riforme, ripensamenti e aggiustamenti della contrattualità cosiddetta "atipica";
3. il persistente grado di rigidità dei salari e del lavoro in Italia, insieme a un sistema di ammortizzatori sociali probabilmente superato.

**Alcune indicazioni recenti lasciano tuttavia fiduciosi su un prossimo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro.** Gli indicatori di fiducia delle imprese degli ultimi mesi (ad esempio l'indice PMI) suggeriscono un recupero dell'attività produttiva nel quarto trimestre dell'anno. Come confermano gli indici di correlazione, il tipico ritardo tra la ripresa dell'attività produttiva e l'effetto favorevole sul mercato del lavoro è di due o tre trimestri, lasciando implicitamente prevedere almeno un miglioramento del mercato del lavoro nel corso della primavera del 2014.

Correlogramma tra crescita del Pil e dell'occupazione (1993-2013)



Fonte: Elaborazioni AIAF su dati Istat

Nota: PIL=crescita tendenziale del prodotto interno lordo; O= crescita tendenziale dell'occupazione

### ***Il rischio di instabilità politica***

In questa delicata fase di moderata ripresa dell'attività economica e a due anni dalla crisi finanziaria più grave dalla nascita dell'Euro, è opportuno porre l'accento sulle possibili conseguenze di una crisi politica nel nostro Paese. È, infatti, utile ricordare alle forze politiche e alle istituzioni un aspetto tecnico che non sembra sia del tutto chiaro nei dibattiti. Quello del **rischio di un aumento del costo del debito in misura tale da rendere il debito stesso insostenibile**. Nonostante oggi la situazione sia ben diversa da quella del 2011, un'involuzione della crisi politica può portare reazioni a catena non controllabili nei mercati finanziari. Taglio dei rating, haircut del collaterale e conseguenti sofferenze per le banche,

vendite di titoli di Stato dai fondi, difficoltà in asta, oltre che la necessità di un aumento della pressione fiscale.

Un eventuale ritorno a livelli dei tassi d'interesse di mercato pari o superiori al livello del novembre 2011 (7% sia su brevi che su lunghe scadenze, che tipicamente si allineano in periodi di stress) renderebbe la dinamica del nostro debito pubblico insostenibile e richiederebbe misure straordinarie o la richiesta di aiuti all'Europa, con la conseguenza di perdere di fatto la sovranità economica. **Scenario che ci auguriamo di aver definitivamente scongiurato nel 2011.**

Con un debito pubblico superiore ai 2.000 miliardi di Euro il controllo della spesa per interessi deve restare comunque la priorità per la politica economica italiana. Tale controllo, infatti, rappresenta la base di partenza per potere ridurre la pressione fiscale e accompagnare la ripresa attraverso misure a sostegno delle famiglie e delle imprese, con l'obiettivo di stimolare la creazione di posti di lavoro.

Oggi il contesto è senz'altro più favorevole rispetto a due anni fa, in quanto è possibile contare su:

1. una rete di protezione europea rafforzata, attraverso il ruolo del Fondo salva-Stati e il potenziale intervento della BCE;
2. una politica di bilancio pubblico virtuosa portata avanti nel corso degli ultimi anni;
3. il maggior peso degli investitori nazionali, sebbene il ritorno degli investitori esteri sia evidente.

Inoltre, il rafforzamento della stessa rete di protezione europea prima citata sarà ulteriormente alimentato dal completamento dell'Unione Bancaria, incluso il passaggio al Regolatore Unico in campo creditizio. Peraltro tale evoluzione non potrà prescindere dal ruolo del Governo italiano, tenuto conto che nel secondo semestre del 2014 spetterà al nostro Paese la Presidenza del Consiglio dell'Unione Europea.

**Pur consapevole delle migliorate condizioni economiche e di finanza pubblica, che dovrebbero portare anche a un miglioramento dell'*outlook* da parte delle agenzie di *rating* – e pur in un contesto europeo di maggiore protezione – l'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari auspica che le scelte politiche e istituzionali siano fatte nella piena consapevolezza delle conseguenze di una non desiderabile risalita del costo del debito a livelli che renderebbero necessarie nuove drastiche manovre di finanza pubblica di natura volontaria da parte di un Governo di emergenza o "sotto dittatura" delle Autorità europee.**

Milano, 25 novembre 2013