

## Osservatorio AIAF sull'economia e i conti pubblici

### In attesa della crescita e della fiducia, una manovra di bilancio moderatamente di supporto

*Nona nota informativa sullo stato dell'economia e dei conti pubblici in Italia  
dell'Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari*

- La crescita economica in Italia stenta a ripartire, lasciando il Paese sostanzialmente in stagnazione. Tra le cause della debole performance economica c'è una persistente crisi di fiducia che coinvolge imprese e consumatori. Il rilancio parte da una maggiore convinzione nelle potenzialità di recupero e da un'azione incisiva nella realizzazione delle riforme strutturali.
- I segnali di ripresa manifestatisi alla fine del 2013 sono stati disattesi da un rallentamento della domanda estera dalla primavera del 2014 e dall'insistente calo degli investimenti, soprattutto nel settore edilizio. Le prospettive di ripresa restano legate alla tenuta del ciclo economico mondiale e al recupero della domanda interna.
- La Legge di Stabilità è moderatamente di supporto alla ripresa del nostro Paese (0,2% del PIL), per la presenza di diverse misure di stimolo nella forma di una riduzione della pressione fiscale o di incentivazioni agli investimenti. A partire dal 2016, gli ingenti tagli alla spesa previsti, necessari per evitare le pesanti clausole di salvaguardia, restano la sfida di maggior rilevanza per le finanze pubbliche italiane.

**Milano, 19 dicembre 2014** – La perdurante stagnazione dell'economia italiana rappresenta la maggiore sfida per la classe dirigente del Paese, in un contesto internazionale non privo di rischi geopolitici significativi. Oltre alla carenza di riforme strutturali l'Italia è alle prese con una crisi di fiducia che coinvolge consumatori e imprese e impedisce un'adeguata ripartenza di consumi e investimenti, anche in presenza di condizioni finanziarie più favorevoli. L'economia italiana resta dunque ostaggio della forza della domanda estera, a sua volta dipendente dalla dinamica del ciclo mondiale, resa più debole dal rallentamento di alcuni Paesi emergenti. Per sostenere la domanda interna è evidente il tentativo di stimolo della Legge di Stabilità, nella forma di una minore pressione fiscale compensata da una riduzione della spesa. Resta la necessità di procedere alla realizzazione delle riforme strutturali, incluse quelle istituzionali, e alla loro effettiva implementazione.

## ***Editoriale (a cura di Paolo Balice, Presidente AIAF)***

### **Italia 2015: alla disperata ricerca della crescita**

Se un padre di famiglia avesse un grosso debito quale sarebbe la soluzione migliore?

- 1) Essere in condizione di lavorare di più e di aumentare il proprio reddito per aumentare la probabilità di avviare una restituzione progressiva di quanto dovuto oppure
- 2) concentrarsi su un piano di privazioni per se e i suoi familiari senza preoccuparsi se questa situazione sia sostenibile e compatibile con un aumento del lavoro/reddito e se possa ottenere il necessario consenso in casa.

Può servire questa domanda per sintetizzare la necessità di una svolta di politica economica in Europa che aiuti l'Italia ad uscire dalla morsa fatta da stagnazione e debito pubblico?

Come se ne esce? La parola magica sembra essere riforme: mercato del lavoro, pubblica amministrazione, giustizia. E' vero, l'Italia deve recuperare produttività su molti fronti.

Qualcosa è stato fatto sulle pensioni, sui debiti della pubblica amministrazione, con il recente *jobs act* e con l'eliminazione sia pur edulcorata delle Province. L'avvicinarsi di tre governi in pochi anni non ha aiutato, l'accumularsi di decreti attuativi e il passaggio di consegne hanno rallentato il passo.

Il riaffacciarsi alla ribalta di Standard&Poors con il recente *downgrade* ci riporta quindi alle motivazioni di quello del 2011 nel pieno della crisi del Debito Sovrano. In quella occasione la decisione delle agenzie di rating era legata a due considerazioni: l'inevitabile recessione a seguito dei provvedimenti finalizzati ad anticipare il pareggio di bilancio (e si parlava solo dell'accettazione dell'avvicinamento del pareggio di bilancio ancora prima dei "duri" provvedimenti del Governo Monti) e l'assenza di una *governance* della BCE in queste situazioni. La verità è che **la speculazione contro il nostro debito pubblico doveva essere stroncata sul nascere dalla Banca Centrale e non affidata ad una inversione delle aspettative legata ai provvedimenti di *austerity*.**

Il paradosso è che l'Italia è l'unico Paese europeo che ha subito una crisi di fiducia sul debito pubblico ed una pesante recessione senza gravare di un euro sul bilancio dell'Unione Europea. Ha pagato su tutti i fronti la nostra incapacità o debolezza politica, nonché la nostra incapacità di "chiedere aiuto", incappando indirettamente in un esito degli *stress test* non benevolo nei confronti di un sistema bancario nazionale al quale non è stato versato un soldo sia dallo Stato Italiano (i Monti bond sono stato un onerosissimo prestito) che dall'Unione Europea.

Nel 2011 la corsa contro il tempo (è rimasta nella storia la prima pagina del Sole 24Ore con cubitale "Fate Presto") partita in fretta e furia in attesa che si palesasse l'agognata strategia della BCE ha portato in sintesi ad un ulteriore inasprimento della pressione fiscale, al *credit crunch*, all'ampliarsi delle incertezze legate a un opportuno allungamento dell'età pensionabile ma anche fonte della questione esodati. Ne è scaturito alla fine il crollo di consumi e degli investimenti con il rapporto debito PIL che è schizzato sopra il 130%.

Negli ultimi 4 anni l'Italia è riuscita (con l'aiuto della BCE e aiutata dalla "fame di cedole" in un mondo a tassi zero) a evitare il default ma ha peggiorato drammaticamente tutti i principali indicatori economici. Da qui, se volete, il nuovo *downgrade*.

Nessuno dubita quanto sia importante la partita delle riforme e forse la crisi è in questo senso un'opportunità per cambiare strutturalmente il Paese. Ma **si è perso un ingrediente fondamentale per la crescita: la fiducia**. Causa ed effetto di tutto questo: l'instabilità politica, un crescente clima "pre-rivoluzionario" o, nella migliore delle ipotesi, di sfiducia e disincanto, con il 50% degli elettori del 2013 rappresentati da astensione e nuovi vigorosi movimenti di protesta. Se vogliamo il paradosso che l'unico indicatore che è migliorato è il tasso di risparmio, che sta a significare sostanzialmente "paura del futuro", visto che si tratta probabilmente del famoso risparmio precauzionale.

Significativo il caso Expo: potrebbe essere l'innescò di una nuova fase di crescita ma i media ne parlano poco e il Governo non prende rischi nel cavalcare questa opportunità. L'uomo della strada si attende una *debacle* o al massimo un'edizione dell'Expo in sordina.

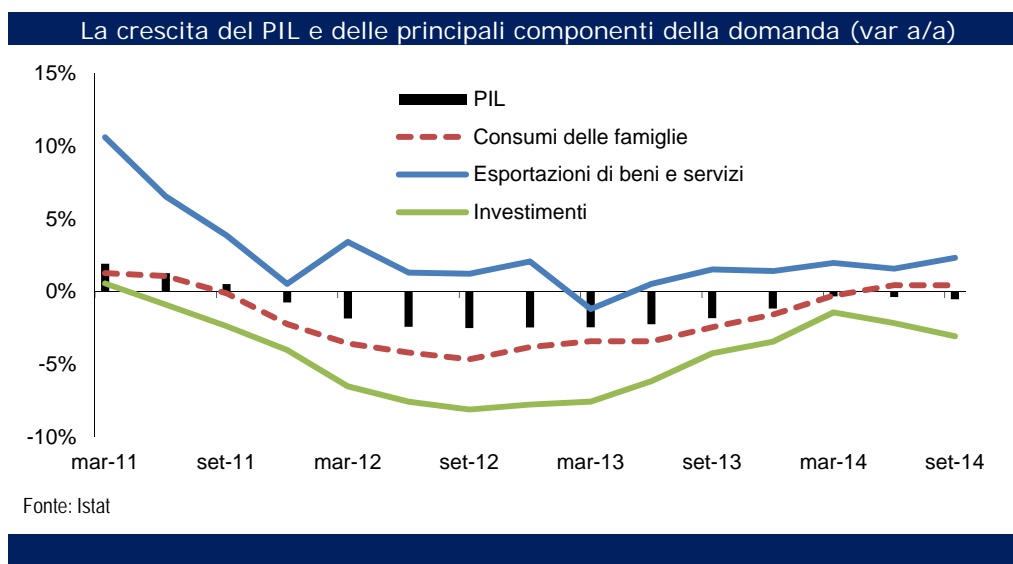
**In questa fase chiedere un maggiore aiuto alle banche non sembra il punto centrale:** queste sarebbero ben liete di finanziare investimenti da parte delle imprese sane, quelle che sono realmente in grado di farli gli investimenti, di ripartire e di trainare la ripresa del Paese. Sussiste la comprensibile ritrosia delle banche nel finanziare in molti casi il capitale circolante: con i crediti problematici in forte crescita, è rischioso coprire il differenziale tra incassi e pagamenti di aziende vittime della recessione e che peraltro, in molti casi, sono strutturalmente sottocapitalizzate.

**La situazione attuale è quindi il risultato di ritardi strutturali dell'Italia, dei vincoli imposti dall'Europa e di errato *timing* nel gestire la crisi del debito sovrano del 2011.** L'inerzia della BCE, pur tra mille contrasti, sembra superata ma "il cavallo drammaticamente non beve" e la politica monetaria da sola non ce la può fare. L'Italia è sotto osservazione fino a marzo 2015 perché, in estrema sintesi, la manovra mette insieme la certezza del taglio delle tasse sul lavoro all'incertezza che tipicamente avvolge la *spending review*. Ma il segnale del Governo è stato chiaro: meno soldi al pubblico e più al privato, per cercare disperatamente di far ripartire l'economia, con il conforto della riforma del mercato del lavoro tesa ad oliare i meccanismi delle assunzioni.

Visti gli scomposti proclami contro l'Euro di alcuni, **l'autolesionismo di molti nel drammatizzare la situazione e nell'autoalimentare la sfiducia, nonché i "rimbrotti" tedeschi quanto mai inopportuni nei confronti di un Paese che sull'altare dell'aggiustamento dei conti ha già pagato un prezzo altissimo, confidiamo nel buon senso e nell'ottimismo degli altri**. Iniziamo da domani, ad esempio, a spostare l'attenzione sui progetti dell'Expo verso la prima pagina, a lasciare che la magistratura faccia il suo corso senza permettere che gli scandali intralcino, per calcolo politico, il lavoro di chi deve guidare il Paese fuori dalla recessione. Verso questi uomini di buona volontà, italiani o europei che siano, rilanciamo il motto del 2011: "Fate Presto".

### La situazione e le prospettive macroeconomiche

La dinamica ciclica dell'economia italiana evidenzia una persistente stagnazione, dopo le profonde recessioni degli ultimi 5 anni. Alla forte discesa del PIL del 2009 (-5,5%) ha fatto seguito un biennio di moderata ripresa (1,2% in media) e dal 2012 è ricominciato un calo che, seppur più moderato rispetto al 2009, è comunque da allora ininterrotto. A ben vedere **gli ultimi due anni hanno visto un progressivo miglioramento che si è tuttavia concretizzato unicamente in un minor calo della domanda interna e dunque del PIL, a fronte di una domanda estera che si è sostanzialmente stabilizzata su livelli di crescita minimi.**



Alla base di una fase congiunturale sostanzialmente stagnante ci sono dunque due fattori:

- 1) Il modesto recupero dei consumi, dopo la forte caduta determinata prevalentemente dalla significativa restrizione fiscale dal 2011, a fronte di un perdurante calo degli investimenti in macchinari, attrezzature e costruzioni;
- 2) La debole dinamica delle esportazioni nette, complice il rallentamento di alcune economie di sbocco e un moderato aumento delle importazioni.

Con riferimento alla domanda interna le prospettive restano legate ai margini di minor restrizione fiscale, quali emergenti dalla legge di Stabilità che per il 2015 incorpora diverse misure di stimolo all'economia, anche se di entità limitata. Peraltro, **il significativo calo dell'inflazione determinerà, dopo anni di calo, un aumento del reddito disponibile reale, che è atteso alimentare la crescita dei consumi che già nel 2014 hanno interrotto il forte calo dell'anno precedente.** Sul fronte degli investimenti vanno sottolineate le misure incentivanti rappresentate dalla cosiddetta Sabatini bis, per le PMI, e il credito d'imposta del 15% sull'intero universo delle imprese, con un meccanismo simile a

quello della vecchia legge Tremonti. Il settore immobiliare resta invece stagnante, anche se per il 2015 le previsioni vedono una moderata ripresa delle transazioni.

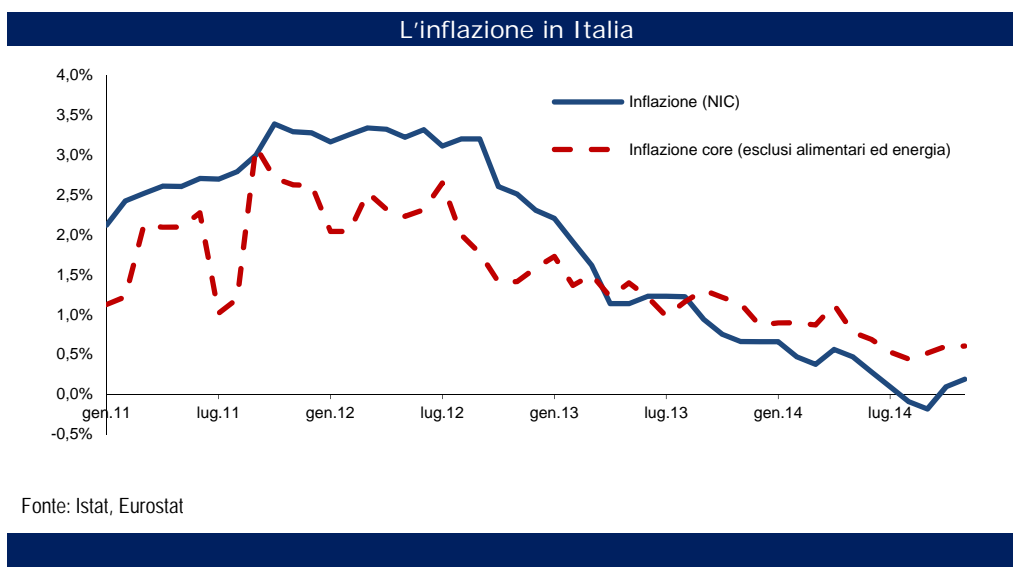
**Dalla domanda estera verrà ancora una volta la principale spinta all'economia italiana.** Sebbene diverse economie di Paesi emergenti stiano rallentando e la crisi russo-ucraina abbia significativamente ridotto l'export italiano verso quell'area, la forza della domanda dalle economie anglosassoni e dell'Asia continua a costituire un robusto supporto alle esportazioni del nostro Paese. **Ad alimentare la domanda estera c'è anche il pronunciato indebolimento dell'euro** che, nell'entità finora determinatasi, è in grado di incrementare la crescita economica intorno allo 0,3% del PIL nel prossimo anno.

**Un ulteriore fattore di stimolo alla crescita economica è rappresentato dal forte calo del prezzo del petrolio.** Il livello della quotazione del greggio si è ridotto più del 40% nella seconda metà dell'anno, determinando un significativo calo dei costi energetici. I principali canali di trasmissione a sostegno dell'economia sono:

- 1) Riduzione dell'inflazione e aumento del potere d'acquisto dei salari;
- 2) Riduzione dei costi energetici per le imprese e dunque stimolo alla produzione e agli investimenti.

A tali effetti favorevoli va a contrapporsi, parzialmente, la minore domanda di prodotti italiani proveniente da Paesi produttori di petrolio che di riflesso vedono i loro redditi diminuire. L'effetto netto di tali componenti è comunque da noi stimato positivo e pari a circa lo 0,2% del PIL, soprattutto grazie a un'attesa ripresa dei consumi, poiché gli investimenti continueranno probabilmente a soffrire di un'elevata capacità produttiva inutilizzata.

Sul fronte dei prezzi l'effetto disinflazionistico del prezzo del petrolio è già evidente, e ha contribuito a determinare un tasso d'inflazione finanche temporaneamente sotto lo zero.



### La Legge di Stabilità

**La Legge di Stabilità 2015 evidenzia in estrema sintesi un tentativo di alleggerimento della pressione fiscale attraverso la riduzione della spesa pubblica e il finanziamento in deficit, ottenendo il risultato di un moderato effetto espansivo per il ciclo economico.**

Più nel dettaglio l'importo lordo della manovra è di € 32,5 mld. Il grosso degli interventi è sugli sgravi fiscali (circa € 16 mld) mentre dal lato delle coperture, si registrano prevalentemente risparmi di spesa (circa € 12 mld) rispetto alle maggiori entrate (circa € 9 mld). Un'importante novità è rappresentata da un significativo finanziamento di deficit (€ 5,9 mld).

#### Gli interventi e le risorse previsti dal Ddl Legge di Stabilità per il 2015

Impieghi		Risorse	
Bonus 80 euro	9,5	Riprogramm. piano coesione	1,0
Riduzione cuneo fiscale IRAP	2,7	Tagli ai Ministeri	2,0
Incentivi per neo-assunti	1,9	Tagli alle Regioni	4,0
Agevolazioni partite IVA	1,1	Tagli Province e città metropolitane	1,0
Misure per le famiglie	0,5	Tagli ai Comuni	1,2
Credito d'imposta ricerca e sviluppo	0,3	Risparmi alla spesa da DI n. 66	2,7
Ammortizzatori sociali	1,5	Taglio a fondo crediti enti locali	2,4
Allentamento Patto di Stabilità interno	3,4	Contrasto all'evasione IVA	3,3
Cancellazione clausola di salvaguardia su detrazioni	3,0	Tassazione fondi pensione, enti non commerciali e imp. sost. TFR	1,0
Piano Scuola	1,0	Tassazione TFR	2,4
Oneri per anticipo TFR in busta paga	2,6	Tassazione giochi	0,9
Spese a politiche invariate	2,9	Aumento rit. acc. ristruttur.	0,9
Altre misure	2,2	Altre misure	3,8
<b>Totale impieghi</b>	<b>32,5</b>	<b>Totale risorse</b>	<b>26,6</b>
		<b>Aumento deficit</b>	<b>5,9</b>

Fonte: Elaborazioni AIAF su dati Ufficio Parlamentare di Bilancio

Dati in miliardi di Euro

La struttura della manovra evidenzia dunque un significativo intervento sul fronte degli sgravi fiscali, il cui impatto sull'economia nel 2015 potrebbe essere significativo (fino allo 0,5% di maggiore crescita) se non si tenesse conto dei tagli alla spesa o delle maggiori entrate. Al netto di questi ultimi due effetti restrittivi, considerando anche il possibile aumento della tassazione locale per effetto dei tagli, **l'impatto della manovra per il 2015 è dello 0,2% circa, rappresentando un fattore di stimolo modesto ma comunque non nullo.**

### L'impatto sul PIL delle principali misure di finanza pubblica

	€ mld	Impatto sul Pil
Sgravi fiscali	16	+0,5%
Tagli alla spesa	12	-0,2%
Maggiori entrate	9	-0,1%
<b>Totale</b>		<b>0,2%</b>

Fonte: Elaborazioni AIAF su dati Ufficio Parlamentare di Bilancio

Sul fronte del deficit l'aumento di circa € 6 mld testimonia la natura sostanzialmente espansiva della manovra, sebbene l'entità non sia in grado di determinare una svolta decisiva sulla crescita della nostra economia. Per effetto del maggior deficit, e sulla base delle previsioni economiche che vedono nel 2015 un PIL in aumento dello 0,5%, il rapporto deficit/PIL è stimato al 2,6%, in area di sicurezza rispetto al limite del 3%. Per il 2016 e il 2017 il quadro programmatico prevede una ripresa del percorso di aggiustamento con un rapporto deficit/PIL previsto in alo all'1,8% del PIL nel 2016 e allo 0,7% nel 2017.

In termini strutturali il disegno di Legge di Stabilità implica un miglioramento del saldo dello 0,3% nel 2015 (-0,6% da -0,9%) e dello 0,2% nel 2016 (a -0,45). L'aggiustamento strutturale per il 2015 è stato rivisto al rialzo (da 0,1% a 0,3%) per effetto della discussione con la Commissione Europea, relativamente agli sforzi di risanamento dei conti pubblici, alla luce dell'elevato livello di debito pubblico che caratterizza il nostro Paese.

Con riferimento alle regole preventive riguardanti il controllo europeo sui conti pubblici (il cosiddetto "Two-pack") emerge il rispetto della "regola della spesa" ma il mancato rispetto della regola dell'aggiustamento strutturale dello 0,5% all'anno.

### Il rispetto delle regole sul controllo preventivo ("Two pack")

	2013	2014	2015	2016
Saldo strutturale	-0,7	-0,9	-0,6 (-0,4)*	-0,4 (-0,1)*
Spesa pubblica reale	-2,2 (0,3)*	-1,0 (0,0)*	-1,1 (-1,1)*	nd

\*Tra parentesi l'obiettivo.

Fonte: Ufficio Parlamentare di Bilancio

L'aggiustamento del saldo strutturale dovrebbe infatti essere dello 0,5% ogni anno. Tuttavia è prevista un'esenzione da tale regola in caso di crescita negativa del PIL o in caso di "output gap" (differenza tra la crescita economica effettiva e quella potenziale) inferiore al -4%. Essendo stati il 2013 e molto probabilmente anche il 2014 due anni di crescita negativa, tale

criterio non si applica. Dovrebbe invece applicarsi a partire dal 2015. Tuttavia, così come per la regola della spesa che vedremo più avanti, il criterio è giudicato come rispettato se l'eventuale deviazione dal percorso di aggiustamento non è considerata "significativa" (0,5% del PIL in un anno o 0,25% del PIL in media nei due anni). Inoltre, seppur in presenza di una deviazione significativa, **la Commissione Europea nell'esprimere il giudizio complessivo e definitivo nella primavera del 2015 dovrà tener conto di "fattori mitiganti", come nel caso dell'Italia l'adozione di riforme strutturali o il contenimento del deficit sotto il 3%.**

La regola della spesa prevede invece che la crescita della spesa pubblica in termini reali (cioè al netto della componente di prezzo), che non sia finanziata da maggiori entrate, non possa essere superiore alla crescita potenziale di medio periodo, calcolata come media aritmetica della crescita potenziale del PIL negli ultimi 10 anni. L'aggregato di spesa che si considera per il rispetto di tale regola esclude la spesa per interessi, quella legata alla disoccupazione, quella legata a programmi finanziati dall'Unione Europea e considera la spesa per investimenti di medio periodo (media dei precedenti 4 anni). Come mostra la tabella sopra riportata, l'Italia ha rispettato tale regola e la Legge di Stabilità prevede venga rispettata anche nel 2015.

Sulla manovra nel suo complesso vale la pena fare alcune considerazioni sugli **anni successivi al 2015**. Al fine di garantire il rispetto degli obiettivi viene introdotta una clausola di salvaguardia che si aggiunge a quella già prevista lo scorso anno e sterilizzata solo per il 2015 e non per i successivi tre anni. L'insieme delle clausole prevede garanzie in termini di maggiori entrate per € 16,8 mld nel 2016, € 26,2 mld per il 2017 e € 28,2 mld per il 2018. Se le clausole dovessero essere attivate, trattandosi di misure pesanti sulle entrate come ad esempio l'aumento dell'IVA per alcune categorie di prodotti, l'effetto sull'economia sarebbe molto pesante. Tuttavia, appare ormai chiaro che le clausole di salvaguardia sono poste unicamente a garanzia degli obiettivi di bilancio più che interventi probabili. La difficoltà consiste in ogni caso nella capacità del Governo di realizzare tagli alla spesa di importi così ingenti, dopo anni nei quali i bilanci hanno dimostrato che nel nostro Paese è più facile aumentare la pressione fiscale che ridurre la spesa pubblica. **Quella degli ingenti tagli alla spesa rappresenta dunque la principale sfida di politica economica che dovrà affrontare il Governo italiano.**