



# Il costo altissimo per l'Italia delle nuove regole europee

**Il fiscal compact ci costringerà nei prossimi anni ad avere un avanzo primario costante nel bilancio dal 3,5% al 7%. Ciò imporrà continue manovre correttive**

## Lo studio

FEDELE DE NOVELLIS

I cambiamenti nelle regole europee, che enfatizzano l'esigenza di una traiettoria decrescente del rapporto debito/Pil nei Paesi in cui questo è più elevato, definiscono pesanti vincoli alla politica di bilancio italiana. Lo sforzo da realizzare è importante, e la riuscita nell'impresa, ancora non scontata, nonostante i progressi conseguiti dopo il cambio di governo. Di ciò vi è evidenza nei livelli ancora elevati degli *spread* pagati dai rendimenti del debito pubblico italiano.

**Tra i fattori che penalizzano** le valutazioni dei mercati sulla sostenibilità del debito pubblico italiano vi è innanzitutto la prevalenza di aspettative di bassa crescita. Difatti, quanto maggiore è la crescita di un Paese, tanto maggiore il livello del deficit pubblico che questo può permettersi compatibilmente con un dato obiettivo circa l'andamento del rapporto debito/Pil.

Vi è poi anche un altro aspetto da menzionare, relativo al fatto che un dato livello del saldo può discendere da una diversa combinazione fra saldo primario e spesa per interessi.

La relazione fra il livello dei tassi d'interesse e il tasso di crescita assume un significato particolare all'interno di un'area valutaria i cui Paesi presentano performance diverse in termini di crescita. È possibile infatti che nel medio termine il Paese più debole si trovi a subire conseguenze sfavorevoli della crescita altrui per effetto del maggiore livello dei tassi d'interesse che questa comporta. In tal modo, la combinazione tassi d'interesse - crescita potrebbe divenire molto sfavorevole per economie come l'Italia che crescono meno della media, aumentando il livello del saldo primario necessario per conseguire gli obiettivi di ri-

duzione del debito. A ciò si devono poi aggiungere le tensioni che derivano dall'elevato premio al rischio richiesto dai mercati per finanziare il nostro debito pubblico. Nel lungo periodo gli elevati valori raggiunti dallo *spread* negli ultimi mesi non dovrebbero persistere. È però probabile che per qualche tempo, anche nell'ipotesi migliore, gli *spread* restino su livelli più alti rispetto ai valori vicini a zero osservati sino a prima della crisi.

Si comprende quindi come i vincoli per la finanza pubblica italiana, impliciti nel profilo di riduzione del debito definito dalle regole europee, necessitino di uno sforzo, in termini di valore del saldo primario in rapporto al Pil, che dipende dal mix fra crescita e tassi d'interesse che si materializzerà negli anni a venire. A seconda delle ipotesi su queste due variabili si calcolano difatti valori molto diversi del primario.

Si possono quindi dare combinazioni anche molto diverse. Senza esplorarle tutte, a scopo esemplificativo possiamo fare riferimento a

**Ipotesi ottimista**  
Dati molto pesanti anche con *spread* ridotto e crescita del Pdl +2%

due scenari "estremi", definiti comunque da valori non implausibili delle variabili in gioco.

Il primo caso, che definiamo ipotesi "ottimista", è caratterizzato da un livello del costo medio del nostro debito pubblico pari al 4,5 per cento, a fronte di un tasso di crescita dell'economia che si porta su un trend del 2 per cento all'anno: si tratta dello scenario in cui il consolidamento delle attese sui conti pubblici porta di fatto ad una chiusura dello *spread*, accompagnata ad un esito positivo delle riforme, tale da innalzare decisamente la crescita rispetto ai ritmi conosciuti nel corso degli ultimi venti anni. Valendo tale ipotesi l'Italia al fine di rispettare

le regole europee dovrebbe mantenere nei prossimi dieci anni un avanzo primario poco sopra il 3,5 per cento del Pil.

**Nella seconda opzione**, che definisce una sorta di *worst case* la crescita si mantiene pari a zero. Se a ciò aggiungiamo la richiesta di un premio al rischio sui nostri titoli di Stato, possiamo assumere un livello del costo medio del debito pubblico a regime del 5,5 per cento. Valendo la combinazione "crescita-tassi d'interesse" qui descritta, l'Italia avrebbe bisogno nei prossimi anni di un surplus primario dell'ordine del 7 per cento del Pil.

Ora, si deve osservare come il percorso della politica economica italiana punti esattamente a realizzare un livello del saldo primario dell'ordine che abbiamo quantificato nel *worst case*. Le stime ufficiali prodotte lo scorso mese di dicembre parlano difatti per il 2013 di un saldo programmatico in pareggio ottenuto grazie ad un surplus primario dell'ordine del 6 per cento del Pil: correggendo tale saldo per gli effetti del ciclo economico, si calcola un livello strutturale del primario anche superiore al 7 per cento.

L'ambizione dello schema di *policy* seguito sta evidentemente nel fatto che con un approccio così drastico si punta a forzare la discesa dello *spread*, limitando l'aumento della spesa per interessi. Per ottenere tale obiettivo si insiste anche, nella cosiddetta "fase 2", su misure che possano aumentare la crescita potenziale, in modo da assecondare ulteriormente la credibilità dell'azione di governo. Sarebbe in altri termini auspicabile che la "blindatura" dei conti, ottenuta attraverso un livello del saldo primario coerente con le assunzioni del *worst case*, possa servire a condurre il sistema economico verso una situazione più simile a quella descritta nell'ipotesi ottimista, in modo da richiedere ex-post uno sforzo fiscale al Paese inferiore rispetto ai programmi del governo.

Ci si deve però anche domanda-

re cosa accadrebbe se la strategia non funzionasse, ad esempio perché l'economia resta molto debole, assecondando attese di bassa crescita, e quindi di difficoltà per i conti pubblici, tali da contagiare il livello dei tassi d'interesse. Ci si chiede in altri termini se l'economia italiana sia in grado effettivamente di sostenere per un certo numero di anni un primario dell'ordine del 6-7 per cento del Pil in condizioni di recessione.

Il grado di realismo di tale scenario non è agevole da valutare, per il semplice fatto che non disponiamo di esperienze analoghe, almeno nella storia recente: il Belgio mantenne per sei anni fra il 1997 e il 2002 un primario mediamente pari in termini strutturali al 5,7 per cento del Pil, ma in condizioni di ciclo internazionale ben diverse dalle attuali; all'incirca nello stesso periodo, fra il 1995 e il 1999, l'Italia fu capace di mantenere per un quinquennio un surplus primario mediamente del 5,2 per cento; la Finlandia fra il 2000 e il 2002 registrò un intero triennio con un saldo primario strutturale intorno al 5,5 per cen-

**Ipotesi pessimista**  
Un disastro con crescita zero e debito pubblico al 5,5%

to. Si coglie in sostanza come la strategia che punta a raggiungere i target di finanza pubblica più ambiziosi a qualunque costo ci conduca lungo una strada inesplorata. Questa strategia non è necessariamente neanche la meno rischiosa, nella misura in cui proprio la dimensione della correzione fiscale in atto è tale da porre quesiti circa la sua sostenibilità economica e sociale. Può darsi il caso in cui, anche con un surplus primario sopra il 6 per cento del Pil, le attese dei mercati non migliorino, proprio perché i costi sociali che tale politica comporta ne limitano la sostenibilità nel tempo.

**Per questa ragione**, l'ipotesi di un aggiustamento della finanza pubblica italiana non può essere scissa dall'adozione di misure in grado di innalzare credibilmente la crescita potenziale dell'economia. A ben vedere, il buon esito delle politiche in corso dipenderà solo in parte dal rigore dimostrato nella tenuta dei conti, ma rifletterà soprattutto la capacità di determinare un innalzamento delle prospettive di crescita per i prossimi anni. ♦