

La nota di aggiornamento al Def: alcune osservazioni

a cura di Nens

Il governo ha appena presentato la Nota di aggiornamento al Def (Nda), che contiene la revisione degli scenari macroeconomici e delle previsioni di finanza pubblica sulla base degli ultimi dati disponibili. La Nda indica un peggioramento piuttosto marcato dei principali indicatori sui saldi, ovvero i rapporti avanzo primario/Pil e indebitamento netto/Pil. Ciò nonostante, il documento non sembra aver destato particolari allarmi né nell'opinione pubblica né in quella politica in quanto il Governo ha mantenuto fisso l'obiettivo del raggiungimento del pareggio di bilancio strutturale nel 2013. In effetti, l'analisi dei dati consente di affermare che il peggioramento della congiuntura spiega buona parte ma non tutto l'andamento negativo dei principali indicatori di finanza pubblica. Questi riflettono anche la **contrazione strutturale** dell'economia italiana che **riduce i livelli di output potenziale** cui poter aspirare una volta usciti dalla crisi. Si aggrava, inoltre, il problema del debito, e si prevede un rinvio del processo di riduzione del rapporto debito/Pil, che dovrebbe iniziare solo a partire dal 2014, con mantenimento dello stesso sopra o molto vicino al 120% anche nel 2015.

Gli indicatori nominali...

Una prima versione degli indicatori di finanza pubblica è fornita in termini nominali, senza alcuna correzione che tenga conto del ciclo economico e della natura una tantum di alcune misure. Le principali novità intercorse nelle previsioni da aprile a settembre sono sintetizzate nella Tabella 1 per il biennio 2012-2013.

Tabella 1: evoluzione delle previsioni di finanza pubblica di alcuni indicatori (in % del Pil, valori nominali)

Anno previsto	Fonte previsione	Avanzo primario	Indebitamento netto
2012	PdS aprile 2012	3,6	-1,7
	Nda settembre 2012	2,9	-2,6
	Differenza Nda-Pds	-0,7	-0,9
2013	PdS aprile 2012	4,9	-0,5
	Nda settembre 2012	4	-1,6
	Differenza Nda-Pds	-0,9	-1,1

Rispetto ad aprile, tutti gli indicatori segnalano un peggioramento progressivo per entrambi gli anni considerati: l'avanzo primario si riduce di 0,7 punti nel 2012 e di 0,9 nel 2013, l'indebitamento netto cresce rispettivamente di 0,9 e di 1,1 punti, mentre il rapporto debito/Pil, sia al lordo sia al netto dei sostegni finanziari che il nostro paese sta dando agli altri paesi dell'Area Euro (Grecia in primis), aumenta di 3 punti nel 2012 e di **6,5 punti nel 2013**. Stando ai dati forniti dal governo, questo peggioramento dipende sia dalla dinamica dei numeratori sia da quella dei denominatori.

In particolare, sull'avanzo primario pesano 17,4 miliardi di minori entrate previste solo in parte compensate da 5 miliardi di minori spese previste (una parte delle quali derivanti dagli interventi realizzati con il dl 95/2012). L'andamento delle entrate ora stimato per il 2012 rispetto al 2011 sembra, ad una prima valutazione, compatibile con il calo del Pil, che è destinato ad avvenire in misura superiore a quanto originariamente previsto. In altri termini, è compatibile con le stime presentate del Governo, e con un'elasticità delle entrate rispetto al Pil di poco inferiore al 100%, l'ipotesi che l'impatto netto delle manovre realizzate tra il 2011 e il 2012 sia quello originariamente previsto (circa 35 miliardi in più) e che tuttavia le entrate totali aumentino solo di 28 miliardi rispetto al 2011 a causa di circa 7 miliardi in meno dovuti al peggioramento del ciclo¹. Per quanto riguarda l'indebitamento netto, a questi fenomeni si aggiunge un lieve incremento dell'ammontare degli oneri finanziari, previsto pari a circa 86 miliardi a fine 2012, con un aumento di poco meno di 2 miliardi rispetto alle stime di aprile. Il peggioramento del rapporto indebitamento/pil risente quindi in misura particolare della dinamica del numeratore.

Secondo il Governo, infatti, il Pil reale dovrebbe contrarsi del 2,4% nel corso del 2012, ovvero esattamente il doppio della decrescita prevista ad aprile. Scontando un deflatore di 1,4 punti, questa nuova previsione si riflette in una riduzione del Pil nominale tra il 2012 e il 2011 prevista pari ad 1 punto percentuale. Queste previsioni appaiono, oggi, ragionevoli. E' possibile che la riduzione reale sia anche più marcata e/o che l'inflazione sia maggiore rispetto a quanto previsto dal Governo, con conseguenti ulteriori peggioramenti o miglioramenti dei diversi rapporti. Ad esempio, se si ipotizzasse un deflatore pari all'1,6 per cento del Pil e quindi una riduzione del Pil nominale di soli 0,8 punti l'indicatore avanzo primario/Pil potrebbe peggiorare mentre l'indicatore indebitamento/Pil potrebbe migliorare. Ma si dovrebbe trattare di fenomeni contenuti. Piuttosto, vale la pena di osservare che la revisione delle stime del Pil e delle entrate avviene un po' tardivamente, nel senso che già questa primavera era possibile ipotizzare un peggioramento del ciclo con conseguente minor gettito. Come Nens, a maggio avevamo anticipato 8 dei 17 miliardi di minor gettito ora previsti dal Governo. In termini puramente nominali, le nuove stime, se non ulteriormente corrette, porterebbero a ritenere irraggiungibile l'obiettivo del pareggio di bilancio nel 2013, considerando che un indebitamento netto pari a 1,6 punti di Pil è sensibilmente lontano da tale obiettivo.

...e quelli strutturali

Gli obiettivi di finanza pubblica sono normalmente formulati in termini strutturali, ovvero tentando di depurare i saldi dall'effetto indotto, da un lato, dal peggioramento del ciclo economico e, dall'altro lato, dalle misure una tantum o one-off. Per quanto riguarda il ciclo, esistono diverse

¹Infatti, 7 miliardi rappresentano circa lo 0,9% delle entrate di fine 2011 e il calo del Pil nominale, secondo le previsioni del Governo, dovrebbe attestarsi

metodologie possibili, ma tutte prevedono di giungere ad una stima dell' *output gap*, ovvero la differenza tra il livello di pil (reale) osservato e il livello di pil che si sarebbe potuto raggiungere impiegando pienamente i fattori della produzione, ai livelli di produttività osservati. Quest'ultimo viene definito pil potenziale. L'output gap si ripercuote sui saldi di finanza pubblica in modo negativo, perché riduce le entrate in misura maggiore di quanto consenta la riduzione della spesa pubblica. Secondo l'ipotesi adottata dalla Commissione Europea, ogni punto percentuale di output gap genera 0,5 punti di peggioramento degli indicatori (indebitamento netto e avanzo primario su Pil). La Tabella 2 riporta le stime dei saldi strutturali per il biennio 2012-13, sempre secondo Def e Nda governativi prendendo come punto di partenza, per facilitare la lettura dei dati, le diverse stime dell'avanzo primario nominale

Tabella 2: evoluzione delle previsioni di finanza pubblica di alcuni indicatori (in % del Pil, valori strutturali)

	2012	2013	
	PdS aprile 2012	Nda settembre 2012	PdS aprile 2012
Avanzo primario/pil nominale	3,6	2,9	4,9
differenza avanzo strutturale	+1,3	+1,7	1,1
<i>di cui da ciclo</i>	<i>+1,5</i>	<i>+1,9</i>	<i>1,3</i>
<i>di cui da misure una tantum</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>
Avanzo primario/pil strutturale	4,9	4,6	6,1
Indebitamento netto/pil strutturale	-0,4	-0,9	0,6

La Tabella 2 indica essenzialmente due cose. In primo luogo, quando si tiene conto degli indicatori strutturali, il peggioramento osservato guardando i valori nominali si riduce di 0,4 punti per il 2012 e di 0,7 punti per il 2013 sia per l'avanzo primario sia per l'indebitamento netto. Tuttavia, si tratta appunto di una riduzione, non di una totale compensazione: si registra un peggioramento, sebbene più lieve, degli indicatori anche in termini strutturali, non solo in termini nominali. Questo lascia qualche dubbio sulla natura esclusivamente congiunturale di questo peggioramento. In linea puramente teorica, **se il peggioramento dei saldi registrato tra aprile e settembre fosse dovuto esclusivamente al peggioramento del ciclo, in termini strutturali gli indicatori dovrebbero essere invariati.** Più precisamente, a parità di pil potenziale, il peggioramento del tasso di crescita del pil reale di 1,2 punti avrebbe dovuto portare ad una correzione dell'avanzo strutturale di 0,6 punti (la metà di 1,2) e in termini strutturali l'avanzo primario e l'indebitamento netto sarebbero risultati quasi invariati tra aprile e settembre. E' possibile ipotizzare che nel frattempo si sia

registrata anche una contrazione del valore stimato dell'output potenziale, che risente di diversi fattori. Se fosse così, si tratterebbe di un fenomeno particolarmente preoccupante per le sue implicazioni interpretative sulle conseguenze della crisi sull'economia italiana. Innanzitutto per questa ragione, sarebbe bene che il governo chiarisse i risultati (intermedi e finali) delle stime sull'output gap che hanno portato alle previsioni contenute nella Nda. Un'ulteriore ragione per chiedere questo chiarimento ha invece una rilevanza più specifica per le ipotesi di finanza pubblica. Seppure il gap generatosi tra aprile e settembre non sia colmato in termini strutturali neppure per il 2013, il segno dell'indebitamento netto si inverte quando si guarda ai valori strutturali: da -1,6 a +0,2. In termini strutturali, quindi, il governo prevede di realizzare un risparmio netto nel 2013 e di rispettare gli impegni presi in sede europea, dato che questi sono specificati in termini strutturali. Va segnalato che una simile enfasi sui saldi strutturali, perfettamente logica dal punto di vista teorico, era peraltro mancata in passato, quando la finanza pubblica veniva normalmente gestita e commentata guardando ai valori nominali. Anche per questo occorre che il Governo sia un po' più esplicito nel chiarire le ipotesi sottese alla stima dell'output gap, fornendo delle stime di sensitività dell'analisi a diversi scenari.

Il debito pubblico

La Nda segnala un peggioramento delle previsioni circa l'andamento del rapporto debito /Pil ancora più netto, in termini assoluti, di quello relativo agli indicatori sui saldi. Se escludiamo dal computo del fabbisogno, e quindi del debito, i sostegni finanziari ai paesi dell'area euro, il rapporto dovrebbe raggiungere il 123,3% a fine 2012 e rimanere stabile nel 2013, per poi ricominciare a calare a partire 2014. Una dinamica simile, ma non identica, caratterizza il rapporto se valutato al lordo dei predetti sostegni finanziari: nel 2013 si dovrebbe registrare un ulteriore aumento, ma dal 2014 dovrebbe comunque registrarsi una riduzione.

Tabella 3: previsioni andamento del rapporto debito/Pil nel triennio 2012-2014.

	2012		2013		2014	
	PdS	Nda	PdS	Nda	PdS	Nda
<i>lordo sostegni*</i>	123,4	126,4	121,5	127,1	118,2	125,1
<i>netto sostegni*</i>	120,3	123,3	117,9	123,3	114,5	121,3
* sostegni finanziari ai paesi dell'Area Euro						

Diversamente dal Def, la Nda non contiene un'analisi delle determinanti del debito. Va ricordato che le principali determinanti del rapporto debito/Pil sono: l'andamento del fabbisogno, a sua volta scomponibile nell'andamento dell'avanzo primario e in quello del divario tra cassa e competenza,

l'effetto snow-ball sugli interessi nonché l'acquisizione di asset finanziari e l'andamento del conto di disponibilità presso la Banca d'Italia.

Nella Nda il governo afferma che il peggioramento del fabbisogno “contribuisce al rialzo della stima del debito del 2012 e del 2013 per circa 1,2 punti percentuali di PIL, mentre per il 2013 ed il 2014 tale contributo aumenta arrivando rispettivamente a 1,5 e 1,7 punti”. Questo peggioramento del fabbisogno, sua volta, viene ricondotto al ciclo economico. Tuttavia, si è visto in precedenza come, secondo lo stesso governo, il peggioramento dell'avanzo primario è di soli 0,7 punti per il 2012 e di 0,9 punti per il 2013. Confrontando l'impatto dei due aggregati, sembrerebbe che il fabbisogno sia peggiorato più dell'avanzo primario, e quindi che le erogazioni di cassa abbiano superato gli impegni. Ciò potrebbe essere avvenuto, in via ipotetica, a causa di fenomeni quali lo smaltimento di debiti arretrati ovvero il rinvio al futuro di entrate di competenza. Sarebbe bene che il governo chiarisse questo aspetto e che, più in generale, fornisca un'esatta scomposizione della dinamica del rapporto debito/Pil.

In assenza di ulteriori dati, ad oggi siamo in grado di affermare solamente che *non* sono attribuibili al maggior fabbisogno da peggioramento del ciclo oltre la metà dell'incremento del rapporto debito/Pil nel 2012 (1,8 punti su 3 totali) e oltre i $\frac{3}{4}$ dell'aumento registrato per il 2013 (4,1 punti su 5,4 totali) entrambi considerati al netto dei sostegni finanziari ai paesi dell'Area Euro. Si tratta di residui non spiegati piuttosto ingenti.

Più in generale, tuttavia, già con le informazioni disponibili è possibile affermare che la Nda prevede un rinvio del processo di riduzione del rapporto debito/Pil, che dovrebbe iniziare solo a partire dal 2014, con mantenimento dello stesso sopra o molto vicino al 120% anche nel 2015. In questo caso non c'è alcun beneficio possibile da una considerazione degli elementi strutturali, perché ciò che conta è la sostenibilità del debito in termini nominali. Da questo punto di vista, è plausibile che avanzi primari (nominali) consistenti come quelli previsti dal Governo siano in grado di assicurare una riduzione marcata negli anni a venire. Ma si pone comunque la questione della compatibilità di tale riduzione con quella prevista nel Fiscal compact, che, lo ricordiamo, prevede una riduzione del rapporto debito/Pil di un ventesimo della distanza tra il valore esistente e quello previsto come obiettivo nel Trattato stesso, ovvero il 60%. Anche se questa regola venisse valutata non considerando gli incentivi finanziari ai Paesi dell'area Euro, il fatto che il rapporto debito/PIL sia previsto pari ad oltre il 121% nel 2014 significherebbe che nel 2015 sarebbe necessaria una manovra di riduzione del rapporto di oltre il 3%, superiore, quindi, a quella realizzata nell'anno precedente. Ovviamente ciò nel (non auspicabile) caso in cui la regola venisse applicata meccanicamente, senza tenere conto delle particolari condizioni dell'economia italiana.