

Luiss

School of European Political Economy

Legge di Bilancio: troppa spesa corrente se l'inflazione spinge i tassi d'interesse

**Carlo Bastasin, Lorenzo Bini Smaghi,
Valentina Meliciani, Marcello Messori,
Stefano Micossi, Pier Carlo Padoan, Gianni Toniolo**

Policy Brief 19/2021

LUISS



29 dicembre 2021

Legge di Bilancio: troppa spesa corrente se l'inflazione spinge i tassi d'interesse

**Carlo Bastasin, Lorenzo Bini Smaghi, Valentina Meliciani, Marcello Messori,
Stefano Micossi, Pier Carlo Padoan, Gianni Toniolo**

Questo *policy brief* analizza criticamente lo stato attuale della politica di bilancio italiana e le prospettive di inflazione che possono influenzare la politica monetaria europea. Le conclusioni riguardano il *policy-mix* desiderabile per l'Italia, con implicazioni per le proposte di modifica della governance economica europea.

Le scelte pro-cicliche della politica di bilancio italiana

Il quadro macroeconomico dell'Italia per il 2021 ha avuto carattere eccezionale. La forte crescita del Pil negli ultimi dodici mesi è stata infatti conseguenza sia del rimbalzo dell'attività dopo la drammatica caduta del 2020, sia delle forti misure di sostegno adottate dai governi, dalle banche centrali e dalla Commissione europea. A consuntivo, la crescita del prodotto aggregato per il 2021 dovrebbe assestarsi su un livello prossimo al 6,5% in termini reali, con significativi effetti di trascinamento per l'anno successivo.

In linea generale, il quadro macroeconomico dell'Italia appare molto favorevole. Secondo la Commissione (previsioni di autunno 2021), l'economia dovrebbe crescere del 6,2% nel 2021 e del 4,3% nel 2022. Le previsioni di Bruxelles incorporavano una stima prudente dell'inflazione (pari all'1,8% per il 2021 e 2,2% per il 2022), quelle del governo (1,6% per entrambi gli anni) sono state riviste al rialzo nel corso del processo di approvazione della Legge di Bilancio. La domanda interna è prevista crescere grazie alla spesa per investimenti, alle favorevoli condizioni finanziarie e al sostegno garantito dai fondi della *Recovery and Resilience Facility* (RRF).

Nella Legge di Bilancio si stima che il disavanzo scenda dal 9,4% del 2021 al 5,6% del 2022. La riduzione è determinata dalla ripresa dell'economia, dal rientro delle misure temporanee di emergenza, a cui vanno aggiunte nuove spese previste dalla stessa manovra di bilancio. Il rapporto debito/Pil è previsto assestarsi al 153% nel 2021 e scendere al 149,4% nel 2022 (la Commissione è meno ottimista e prevede un debito al 151% nel 2022).

¹ Uno speciale ringraziamento va ai membri del *Gruppo Strategico di Policy* della LUISS-School of European Political Economy, con i quali gli argomenti di questo policy brief sono stati discussi.

In questo quadro, la legge di bilancio per il 2022 si presenta come molto espansiva, disponendo un aumento pro-ciclico di spesa corrente dissonante rispetto al resto dei paesi dell'euro-area (con l'eccezione, seppur meno evidente, della Grecia). L'effetto espansivo della *fiscal stance* italiana è stimato dalla Commissione europea in tre punti di Pil, quasi il doppio di quello greco e il quadruplo di quelli degli altri paesi "ad alto debito" (Francia, Belgio e Spagna). A fronte di un incremento atteso del Pil del 4,3% (previsioni autunnali della Commissione UE), il Parlamento è stato chiamato ad approvare entro la fine del 2021 un disavanzo programmatico di bilancio del 5,6 per cento.

L'impostazione pro-ciclica della politica di bilancio è prevista anche per gli anni successivi, secondo le stime del governo, seppure in riduzione. Il saldo primario (ossia al netto degli interessi sul debito) potrebbe restare in territorio negativo fino al 2024. L'esito di tale politica espansiva dipende in parte da alcune variabili tuttora non osservabili, quali: l'effetto delle riforme e degli investimenti del Piano nazionale di ripresa e resilienza (Pnrr) sul tasso di crescita potenziale; l'impatto dell'inflazione sui tassi d'interesse europei; le conseguenze di eventi di natura non economica riguardanti gli equilibri geopolitici o lo sviluppo della crisi sanitaria; il possibile effetto delle evoluzioni politiche interne sulla credibilità del paese; l'andamento dei mercati finanziari globali. Ognuno di questi fattori può costituire una fonte di rischio per la stabilità finanziaria del paese.

I rischi della politica di bilancio italiana

Nel giugno 2021, la Commissione aveva stabilito che, nel 2022, sussistessero le condizioni per prolungare l'applicazione della *General Escape Clause*, sospendendo dunque l'applicazione delle sanzioni del Patto di Stabilità fino al 2023. Nella stessa comunicazione, la Commissione aveva consigliato che la *fiscal stance* rimanesse espansiva ("*supportive*") nel 2021 e nel 2022, seppur in modi differenziati a seconda degli spazi fiscali di ogni paese membro.

Rispetto alle valutazioni convenzionali sulla posizione fiscale dei paesi, la situazione del 2021-2022 richiede alcune qualificazioni. In primo luogo, è necessario tenere conto dei trasferimenti verso il paese a carico del bilancio Ue, tra i quali quelli della RRF. In second'ordine, è necessario prevedere il rientro delle misure di emergenza temporanee decise all'inizio della crisi sanitaria. Gradualmente vengono infatti ridimensionate le misure di emergenza avviate nel 2020, mentre vengono mantenute le misure ordinarie di sostegno. La *fiscal stance* è quindi misurata calcolando – in rapporto alla crescita potenziale del reddito sul medio termine – la variazione della spesa pubblica primaria (al netto delle entrate discrezionali), escludendo le misure di emergenza temporanea ma includendo i trasferimenti della RRF e di altri fondi Ue.

Le previsioni sulle variabili che formano il bilancio sono soggette ad un alto grado di incertezza. La prosecuzione della ripresa – e quindi il fatto che i fattori di rischio sopra indicati non abbiano nuovi effetti negativi sull'attività economica – costituisce una condizione essenziale, anche in considerazione delle significative iniziative di supporto finanziario che il governo ha assicurato a famiglie e imprese attraverso garanzie o *tax deferrals*. Queste misure rappresentano delle passività ("*contingent liabilities*") che equivalgono a poco meno del 9% del Pil, nettamente fuori linea rispetto a quelle degli altri paesi europei. Altri fattori di incertezza sono legati allo specifico sviluppo della pandemia nel paese; alle condizioni di offerta in alcuni

prodotti inseriti nella catena globale delle forniture; alla ripresa graduale del turismo e ovviamente – con particolare rilevanza – agli sviluppi della politica monetaria europea in ragione dell’inflazione.

In questo contesto, favorevole ma carico di incertezze, si inserisce lo speciale funzionamento della politica economica in un paese ancora connotato da instabilità del quadro politico. La Legge di Bilancio italiana per il 2022 ha disposto interventi espansivi per oltre 30 miliardi, dei quali 23 (1,3% del Pil) sono destinati ad aumentare l’indebitamento rispetto al quadro tendenziale. La definizione di tali interventi ha rappresentato un compromesso tra il governo e i partiti dell’ampia coalizione parlamentare che lo sostiene. Molti interventi hanno prorogato o rifinanziato interventi già in essere, come la Transizione 4.0 o il Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese. Altre misure, come la riforma delle pensioni dopo la fine di “quota 100”, per le quali il compromesso fattibile è stata l’applicazione di “quota 102”, hanno semplicemente consentito di finanziare la transizione verso una riforma ancora da decidere. È stato rifinanziato il reddito di cittadinanza e sono stati rinnovati, senza limitazioni legate alle condizioni reddituali del percettore, i bonus edilizi. Varie ulteriori misure di spesa hanno assunto dimensioni ragguardevoli: dal contrasto all’aumento del prezzo dell’energia in bolletta, ai trasferimenti agli enti locali. Dal lato delle coperture, si è proceduto alla revisione del regime di deduzione dei maggiori valori delle attività immobiliari, alla conclusione dello schema di *cash-back* per l’incentivazione dei metodi elettronici di pagamento e si sono introdotte misure su decontribuzioni, pubblico impiego e spesa pensionistica. Manca invece un intervento di *spending review* serio e sistematico.

Gli interventi strutturali sono rimasti in sospeso e dovranno essere considerati nel contesto del Piano nazionale di ripresa e resilienza: gli accenni alla riforma fiscale contenuti nella Legge di Bilancio rappresentano un passo iniziale, ma non è ancora evidente il disegno coerente della riforma stessa. Quanto alla previdenza, in particolare alla luce delle più recenti previsioni demografiche, la flessibilità in uscita richiederebbe la generale applicazione del sistema contributivo per la quale non sembrano sussistere le condizioni di consenso parlamentare.

Il passaggio parlamentare ha contribuito ad aumentare le spese correnti e a rendere la Legge di Bilancio più complessa ed opaca. È aumentato anche il numero dei decreti attuativi della Legge di Bilancio – ben 90 – che sottopongono le iniziative del governo al gradimento delle amministrazioni, rallentando l’entrata in vigore dei provvedimenti e riducendone la linearità.

L’allontanamento dalla disciplina di bilancio viene estesa agli anni successivi. Nel 2023-2024 è previsto un aggiustamento strutturale del bilancio di 1,6 punti percentuali sul Pil, di cui 0,4 derivanti da aspettative (probabilmente ottimistiche) di minori tassi d’interesse, mentre lo 0,8 è rappresentato dall’estinguersi delle misure di emergenza post-pandemia. Il calo del disavanzo al 3,9% nel 2023 e al 3,3% nel 2024 appare quindi graduale e in parte a rischio.

La variabile fondamentale per avviare una progressiva riduzione del peso del debito pubblico sul prodotto lordo è il tasso di crescita dell’economia italiana una volta esaurito il rimbalzo e venuto meno il sostegno della politica fiscale. Il compito di innalzare il tasso di crescita potenziale è assegnato alle riforme e agli investimenti inseriti nel Piano nazionale di ripresa e resilienza.

L'importanza del buon uso dei fondi europei da parte dell'Italia è evidente. Un quarto delle misure totali di sostegno all'economia dell'euro-area sarà fornito dai *grants* della *Recovery and Resilience Facility*. Di queste, la quota italiana risulta (con quella spagnola) maggiore di quella di ogni altro paese. La disponibilità di prestiti e trasferimenti europei non avrebbe dovuto giustificare la sostituzione di investimenti finanziati a livello nazionale con quelli finanziati da NextGeneration-EU e l'utilizzo dello spazio fiscale nazionale risultante per l'aumento della spesa corrente. La Commissione ha già stimato che le misure adottate l'anno scorso e quest'anno implicano un aumento rilevante e permanente di spese correnti. Il governo, da canto suo, stima che la crescita tendenziale del Pil, dopo l'esaurimento delle risorse europee, dovrebbe attestarsi all'1,9 per cento.

Senza dubbio, il successo del piano italiano condiziona non poco la discussione sulle nuove regole del Patto di stabilità e la stessa credibilità dell'Unione europea. Se il buongiorno si vede dal mattino, non manca dunque qualche nube all'orizzonte, anche se misure incisive di riforma non sono mancate.

Da questo punto di vista, positivi appaiono i provvedimenti relativi alla Giustizia e le semplificazioni nei processi decisionali della Pubblica Amministrazione. Inoltre, la concentrazione degli interventi infrastrutturali in un numero limitato di grandi imprese (pubbliche) con forti capacità realizzative promette bene. Qualche dubbio maggiore riguarda la riuscita degli interventi diffusi sul territorio, per la cui realizzazione è cruciale rafforzare la capacità amministrativa di comuni e regioni.

Punti interrogativi più significativi riguardano la capacità di riassorbire nella forza lavoro attiva i lavoratori meno qualificati, soprattutto nel Mezzogiorno, il miglioramento della scuola e dell'università, la capacità delle amministrazioni pubbliche di fare buon uso delle ingenti risorse umane che si stanno rendendo disponibili. In ogni caso, il governo ha mostrato finora grande determinazione nello sbloccare gli ostacoli che si manifestano nell'attuazione del Piano, assistito da una buona governance. È importante che questa azione prosegua senza soluzione di continuità.

L'evoluzione dell'inflazione e delle politiche monetarie

Il quadro della politica di bilancio italiano è fortemente influenzato dall'andamento futuro dei tassi d'interesse. Per tale ragione è necessario prestare grande attenzione ai segnali di inflazione. Negli Stati Uniti l'inflazione al consumo annua (tasso d'incremento sullo stesso mese dell'anno precedente) sfiora il 7%, quella dei prezzi di produzione il 10 per cento. Sono valori che non si vedevano dagli anni Ottanta. L'Unione europea segue con valori più bassi (4,9% nell'Eurozona), ma le tendenze sembrano simili. Tra i paesi europei, mentre in Francia e in Italia il livello dei prezzi sta salendo verso il 4%, in Germania, Spagna e Belgio viaggia ben sopra il 5%, nei principali paesi dell'Est europeo e nei paesi baltici è sopra il 7%, mentre in Lituania ha superato l'8 per cento. Si prevede che l'accelerazione continui nei prossimi mesi, creando serie preoccupazioni per le banche centrali, che hanno insistito nella loro comunicazione al mercato sul carattere temporaneo del fenomeno. Per la prima volta, nei giorni scorsi il Fondo Monetario Internazionale ha emesso un invito al Regno Unito, che si è subito adeguato, ad alzare i tassi d'interesse.

Attualmente, l'accelerazione dei prezzi al consumo nei paesi avanzati appare legata principalmente a tre componenti di origine esterna: i prezzi delle materie prime, soprattutto energetiche, alcuni input intermedi (i semiconduttori in primo luogo) e le spese di trasporto. Tra le cause, stanno giocando un ruolo prevalente le strozzature di offerta, ma non mancano fenomeni di aumento precauzionale delle scorte; anche la forte ripresa della domanda sta giocando un ruolo crescente, dopo il crollo dell'anno scorso legato alla pandemia.

Pesano sulle strozzature di offerta i precedenti cali degli investimenti. Ad esempio, la ripresa della domanda di petrolio, dopo un periodo prolungato di bassi prezzi, ha fatto emergere strozzature di offerta legate al calo della capacità di estrazione. L'insufficiente offerta di semiconduttori, di fronte a un rimbalzo molto forte della produzione di automobili e prodotti elettronici di consumo, ha limitato la produzione manifatturiera, in particolare per i mezzi di trasporto e i prodotti elettronici. Le file davanti ai porti della costa occidentale degli Stati Uniti mostrano le difficoltà dei sistemi logistici di fronteggiare il rimbalzo della domanda (si stima un gap dell'offerta del 20%), mentre i prezzi dei container e dei trasporti aerei sono aumentati di quattro, cinque volte. Il passare del tempo dovrebbe consentire di superare queste strozzature – sempre che la nuova ondata di contagi da variante Omicron del Covid19 non induca nuove cadute produttive.

D'altro canto, non mancano fenomeni di natura più strutturale. In Europa, il prezzo dei certificati verdi (permessi di inquinare) è salito a 90 euro, più del doppio di un anno fa, riflettendo principalmente la ripresa dell'impiego di carbone per la scarsità di gas; l'aumento del prezzo del gas riflette i timori sulla disponibilità futura, sia per l'annunciato spostamento della domanda dagli idrocarburi al gas legato al Green Deal, sia per le tensioni geopolitiche con la Russia che stanno ritardando l'attivazione di NordStream 2, la grande condotta che dovrebbe condurre direttamente il gas russo in Germania.

Si teme anche che l'offerta di lavoro non stia crescendo in maniera adeguata nelle competenze richieste per le attività *IT-intensive* necessarie per la trasformazione digitale delle nostre economie, mentre le persone meno qualificate potrebbero tendere ad abbandonare la forza attiva di lavoro per rifugiarsi nell'economia assistita. Per ora nei principali paesi europei i salari industriali crescono a ritmi ben inferiori all'inflazione, con inevitabili conseguenze di riduzione del potere di acquisto. I governi se ne preoccupano, e stanno reagendo vigorosamente per frenare l'impatto sulle famiglie degli aumenti del prezzo dell'energia; ma se questi prezzi si mantenessero ai livelli attuali, o addirittura salissero ancora, il costo degli interventi diventerebbe esorbitante per le finanze pubbliche. Intanto, in un mercato in forte espansione, i rinnovi contrattuali tenderanno a riflettere l'andamento dei prezzi al consumo, che nel migliore dei casi probabilmente non inizieranno a flettere prima della metà dell'anno prossimo.

L'impatto dell'inflazione è ambivalente. A livello macro, può ridurre il livello del debito in rapporto al Pil nominale, ma con breve ritardo rende inevitabile l'aumento del costo del debito stesso. Per evitare questa dinamica, non è sufficiente intervenire sterilizzando selettivamente i prezzi di alcuni generi più esposti al rincaro, essendo necessaria una compressione della domanda aggregata.

In questo quadro, le banche centrali stanno ancora valutando l'andamento del livello dei prezzi e dell'attività economica, i due parametri relativi all'*inflation targeting*. La Federale Reserve e la Bce hanno comunicato nei

mesi scorsi l'intenzione di tollerare tassi d'inflazione sopra il 2% per qualche tempo, in modo di evitare una normalizzazione prematura delle condizioni finanziarie.

La Banca centrale europea mantiene l'opinione che gli incrementi dei prezzi siano in buona parte temporanei, mentre appare preoccupata dell'impatto sulla crescita dell'instabile situazione sanitaria. In questo quadro, è probabile che voglia evitare di alzare i tassi prima di un consolidamento della ripresa, ripetendo le scelte controverse in cui era incorsa nel 2011. Tuttavia, è importante che la Banca sappia preservare la propria credibilità come garante della stabilità monetaria in modo da assicurare un livello dei tassi d'interesse più ridotto nel medio-lungo termine, quello rilevante per il percorso di riduzione del rapporto debito/Pil in un paese come l'Italia.

Nel marzo del 2022 si interromperà il programma di emergenza di acquisto di titoli della Bce (PEPP). Si tratta di un programma che ha beneficiato più che proporzionalmente i titoli pubblici italiani. La compensazione di tali acquisti attraverso un programma APP non garantisce lo stesso squilibrio favorevole all'Italia. Il reinvestimento dei titoli in scadenza (stimabile in circa 150-200 miliardi annui nel biennio 2022-2023) offre alla Bce la possibilità di acquisti non simmetrici rispetto alla *capital key* della banca stessa e, quindi, offre possibilità di intervenire maggiormente sui titoli italiani in caso di necessità. Tuttavia, il margine di manovra non potrà essere troppo ampio: sarebbe necessaria la verifica di una condizione di eccezionalità legata presumibilmente a un rischio di frammentazione dell'area euro; oppure la creazione di un programma d'assistenza ad hoc per l'Italia. Quest'ultima prospettiva non è del tutto scontata, in considerazione del fatto che il paese è attualmente già soggetto a un dettagliato sistema di verifiche nel contesto del Piano nazionale di ripresa e resilienza, inclusi i piani di riforma strutturale abitualmente associati ai programmi di sostegno finanziario.

Inoltre, è prevedibile che le condizioni particolarmente favorevoli con le quali la Bce ha erogato credito al sistema bancario, in quantità illimitata, tendano a ridursi nei prossimi mesi. In tal modo potrebbero in parte venir meno gli incentivi che hanno indotto molti istituti di credito ad indebitarsi presso la Bce per quantità ragguardevoli al fine di finanziare posizioni in titoli di stato (*carry trade*). La prospettiva di possibili perdite in conto capitale nel caso in cui si innalzasse la curva dei rendimenti potrebbe ulteriormente scoraggiare il sistema bancario dal mantenere le proprie posizioni in titoli pubblici, creando ulteriori pressioni al rialzo sui tassi d'interesse a lungo termine.

Conclusioni

L'Italia dovrà convivere nei prossimi mesi con la combinazione tra una politica di bilancio nazionale che prevede un aggiustamento molto graduale del saldo primario, in larga parte a causa del trascinamento di una spesa corrente sostenuta, e una politica monetaria che gradualmente si adegua al ritorno dell'inflazione su livelli più in linea con l'obiettivo di medio periodo. I *trade-off* possono peggiorare per la persistente difficoltà nell'incrementare gli investimenti pubblici e nel mettere in atto le riforme strutturali necessarie per aumentare il tasso di crescita tendenziale dell'economia. Il pericolo è che si ripeta una situazione nella quale il tasso di crescita tendenziale dell'economia non sia sufficientemente robusto, rispetto agli interessi da pagare sul

debito, per poter generare una riduzione endogena del debito, rendendo a quel punto necessario un più marcato aggiustamento della finanza pubblica. Pericolo che aumenterebbe se, come in passato, tale aggiustamento venisse effettuato non sulla spesa corrente, ma piuttosto dal lato della spesa in conto capitale, politicamente meno penalizzante. Al riguardo, il contesto politico, con una maggioranza parlamentare molto eterogenea, che chiede risorse da distribuire ai suoi elettori e soprattutto con l'approssimarsi delle elezioni politiche, non appare incoraggiante.

Da questo punto di vista è comprensibile che i partner europei e gli investitori internazionali, presso i quali l'attuale presidente del consiglio gode di grande credibilità, siano preoccupati dell'evoluzione del quadro politico. Sarebbe dunque molto utile se, nell'attuazione della Legge di Bilancio corrente e nella prospettiva di quella per il prossimo anno, venissero rafforzati i presidi di contenimento delle spese correnti, se possibile attraverso l'adozione fin dai prossimi mesi di un piano pluriennale di riduzione del debito pubblico, coerente con il mantenimento di un buon tasso di crescita, ma anche credibile negli impegni finanziari.

A livello europeo, il *policy-mix* conveniente per l'Italia prevede una disciplina di bilancio moderata, sostegno fiscale a livello centrale, e accomodamento monetario – un insieme di politiche che rischia di modificarsi in direzione a noi avversa con lo scadere della sospensione del Patto di Stabilità, la temporaneità di Nextgeneration-EU e la riduzione dell'accomodamento monetario da parte della Bce. Nel complesso, si può prevedere che, rispetto alle condizioni attuali, il differenziale tra il tasso di crescita e il costo d'interesse del debito pubblico tenderà a peggiorare nel tempo, rendendo più fragile la sostenibilità del debito italiano. Il peggioramento nel coefficiente dinamico che mette in relazione tassi di crescita e tassi d'interesse riguarda gran parte delle economie avanzate, ma ha uno speciale effetto sull'Italia non solo per l'alto livello del suo debito pubblico, ma perché i titoli italiani vengono automaticamente interessati dal riaggiustamento dei portafogli degli investitori internazionali ogni volta che si modifica il rapporto tra crescita e livello dei tassi d'interesse.

In considerazione della speciale fragilità italiana, l'impostazione di politica economica seguita dal governo, finora poco concentrata sulla riduzione del debito pubblico, potrebbe diventare sempre più esposta ad eventuali tensioni che emergessero sui mercati finanziari per effetto dell'innalzamento del livello dei tassi d'interesse, già cominciato in alcune economie avanzate e destinato a manifestarsi nei prossimi mesi anche negli Stati Uniti.

In vista di questo rischio, il governo italiano dovrebbe impegnarsi ad agevolare la formazione a livello dell'euro area di un *policy-mix* appropriato della politica economica, cioè di un'opportuna combinazione di politiche di bilancio nazionali e della politica monetaria comune. A questo fine, sarebbe appropriato che l'esercizio di verifica dello stato di avanzamento delle riforme e degli investimenti del Pnrr venisse incorporato nel semestre europeo e reso permanente.