

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore

# **OSSERVATORIO MONETARIO**

## **2/2013**

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 1  
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – Tel. 62.755.1  
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano – Milano, Piazza Meda n. 2/4 – c/c n. 40625





**Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa**

**Università Cattolica del Sacro Cuore**

**LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA**

**OSSERVATORIO MONETARIO**

**n. 2/2013**

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Domenico Delli Gatti e Tiziana Assenza (cap. 1), Giovanni Verga e Maria Gaia Soana (cap. 2) Lucio Landi (cap. 3), Flavia Ambrosanio e Paolo Balduzzi (cap. 4), Lucio Landi (cap. 5).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Barbara Caprara.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 26 giugno 2013.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; [lab.monetario@unicatt.it](mailto:lab.monetario@unicatt.it); [www.assbb.it](http://www.assbb.it)

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli, 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (Direttore), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI  
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA

## INDICE

|                                                                                                                              |            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>SINTESI</b>                                                                                                               | pag. I     |
| <b>INTRODUZIONE – DALLA FINANZA ALLA MONETA: DAL SOGNO ALL’INCUBO</b>                                                        | pag. 1     |
| <br><b>1. IL QUADRO MACROECONOMICO</b>                                                                                       | <br>pag. 3 |
| 1. Lo scenario internazionale                                                                                                | 4          |
| 2. Il mix di politica economica                                                                                              | 6          |
| 3. Da Brics...a Mist                                                                                                         | 15         |
| 4. Anche l'emersione degli emergenti è una bolla?                                                                            | 17         |
| 5. I BRICS nel 2012-2013                                                                                                     | 18         |
| <br><b>2. LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE E DELLA FED</b>                                                                    | <br>20     |
| 1. La politica monetaria nell'Eurozona                                                                                       | 20         |
| 2. I tassi di mercato                                                                                                        | 24         |
| 3. Ridotti i rischi, il pericolo è cessato?                                                                                  | 28         |
| 4. Il credito in Italia                                                                                                      | 31         |
| 5. La politica monetaria negli Stati Uniti                                                                                   | 33         |
| <br><b>3. IL RAPPORTO ESAME ITALIA DELL’OCSE</b>                                                                             | <br>39     |
| 1. Introduzione                                                                                                              | 39         |
| 2. Il quadro macroeconomico e di finanza pubblica                                                                            | 39         |
| 3. Valutazioni e raccomandazioni                                                                                             | 41         |
| <br><b>4. LA FINANZA PUBBLICA NEGLI ANNI DELLA CRISI</b>                                                                     | <br>43     |
| 1. Introduzione                                                                                                              | 43         |
| 2. Lo scenario europeo 2007-2012                                                                                             | 43         |
| 3. Le previsioni per l'Italia 2013-2014                                                                                      | 46         |
| 4. Il bilancio del governo Monti                                                                                             | 47         |
| 5. Le prospettive per il futuro                                                                                              | 52         |
| <br><b>5. L’UFFICIO PARLAMENTARE DI BILANCIO. UN’ANALISI ECONOMICO-GIURIDICA E ALCUNE VALUTAZIONI SULLA LEGGE ISTITUTIVA</b> | <br>56     |
| 1. Introduzione                                                                                                              | 56         |
| 2. La letteratura sui fiscal council                                                                                         | 56         |
| 3. Le soluzioni individuate dalla letteratura economica                                                                      | 58         |
| 4. I fiscal council                                                                                                          | 58         |
| 5. Uno sguardo ai fiscal council attivi                                                                                      | 64         |
| 6. I fiscal council in Europa e la riforma della governance europea                                                          | 65         |
| 7. Le lezioni che possono essere tratte dall’esperienza dei fiscal council attivi                                            | 68         |
| 8. I fiscal council in Italia                                                                                                | 70         |
| 9. Conclusioni                                                                                                               | 77         |

## SINTESI

Questo numero di Osservatorio monetario viene dedicato all'analisi della congiuntura reale e monetaria, con un approfondimento rivolto ad alcuni temi di finanza pubblica.

Il primo capitolo analizza l'andamento della congiuntura reale caratterizzata – in questo primo scorcio del 2013 – da un andamento “a macchia di leopardo”. Il grado di dinamicità dell'attività economica e del commercio internazionale sono infatti molto eterogenei nelle diverse aree geoeconomiche.

La ripresa procede negli USA – sebbene a un passo considerato da molti analisti non particolarmente soddisfacente – e sembra acquisire vigore in Giappone – dove il nuovo primo ministro Shinzo Abe ha inaugurato una impostazione di politica economica molto aggressiva di sostegno alla domanda aggregata. Nel contempo l'Eurozona si appresta a vivere il suo secondo anno di recessione. Tuttavia – all'interno dell'area dell'Euro si nasconde un andamento “a due velocità”. Il “nocciolo duro” rappresentato dalla Germania e dai principali paesi dell'area nordica continua a crescere – sebbene con qualche difficoltà – mentre la “periferia” (Portogallo, Italia, Grecia, Spagna) è in piena recessione. Al plotone dei vagoni di coda del treno europeo si è aggiunta di recente anche la Francia che nel primo trimestre del 2013 è entrata ufficialmente in recessione. Peraltro, per la prima volta dopo molto tempo, anche i paesi emergenti sono entrati in una fase di decelerazione che risulta essere particolarmente marcata soprattutto all'interno dell'area dei BRIC.

Il secondo capitolo valuta le principali tendenze espresse dalla congiuntura monetaria più recente. Sia la Banca Centrale Europea che la Fed hanno

continuato nella loro politica espansiva. Il 2 maggio scorso il tasso ufficiale dell'Eurozona è stato ridotto da 0,75 a 0,50% allo scopo di rendere meno costoso il finanziamento per le banche con difficoltà a rifornirsi nel mercato interbancario. Nel frattempo i tassi del mercato monetario hanno continuato a muoversi in prossimità dello zero grazie all'abbondante liquidità fornita dalla BCE. La crescita degli aggregati della zona-Euro è risultata comunque molto modesta, in particolare quella del credito – sia per la domanda ridotta, sia per il restringimento delle condizioni richieste dalle banche. La BCE ha comunque garantito che l'attuale prassi di assegnare alle banche tutta la liquidità richiesta continuerà almeno fino alle metà del 2014.

Negli USA, la politica monetaria fortemente espansiva – che negli ultimi tempi è stata vincolata al raggiungimento di una migliore condizione esistente sul mercato del lavoro (rappresentata da un tasso di disoccupazione vicino al 6,5% della forza lavoro) – potrebbe essersi avvicinata alla sua conclusione. All'interno del Board of Governors della Fed si sono infatti levate diverse voci che hanno auspicato l'avvio in tempi non troppo lunghi della *exit strategy*. Le reazioni dei mercati non si sono lasciate attendere. I tassi sulle scadenze più lunghe sono aumentati unitamente a un deciso incremento della volatilità espressa dai principali mercati finanziari.

Il terzo capitolo esamina i principali punti del Rapporto Esame Italia che l'OCSE ha pubblicato nello scorso mese di maggio. Il Rapporto riconosce che l'Italia ha avviato nel 2012 un ambizioso programma di riforme volto a ripristinare la sostenibilità delle finanze pubbliche e migliorare la crescita a lungo termine. In considerazione dell'alto livello del debito

pubblico e dei rischi sovrani e finanziari attenuatesi, ma non scomparsi, la priorità per l'OCSE rimane la riduzione ampia e prolungata del debito pubblico. Secondo il Rapporto, i risultati ottenuti grazie alle recenti riforme strutturali devono essere consolidati, mentre sono necessarie ulteriori misure volte a promuovere la crescita e migliorare la competitività, per rimettere l'Italia su un sentiero di una crescita sana.

Il capitolo quattro è invece dedicato a una valutazione dello scenario di finanza pubblica in Europa e in Italia a partire dal 2007, dal quale emerge che la situazione italiana non sia totalmente disallineata da quella dei principali partner europei. In particolare, la spesa primaria in rapporto al PIL è più bassa della media dell'area Euro ed anche dell'UE-27; i saldi di bilancio sono di gran lunga migliori della media; la pressione fiscale è sopra la media. La particolarità italiana risiede nel basso livello del tasso di crescita dell'economia, da lungo tempo inferiore a quello dei principali partner europei, e nell'enorme debito pubblico, ormai da vent'anni superiore al livello del prodotto interno lordo. Nel prosieguo del capitolo si illustrano anche le previsioni per l'Italia nel 2013 e 2014. I saldi previsti per il 2013 sono peggiori rispetto alle precedenti stime, in relazione alla minore crescita economica prevista per l'anno in corso, mentre un forte miglioramento è atteso per il 2014. Nel 2014, la spesa corrente primaria, dopo il lieve aumento del 2013, dovrebbe ridurre la sua incidenza sul PIL di circa 1 punto, in modo da compensare la maggiore spesa per interessi. Sul fronte delle entrate, nel 2013 la pressione fiscale è prevista ancora in aumento al 44,4% del PIL, sempre per effetto delle misure restrittive attuate a partire dall'estate del 2011. Dovrebbe poi stabilizzarsi negli anni successivi. Infine, nella parte finale del capitolo,

si propone un bilancio critico dell'operato del Governo Monti, che è apparso molto attivo anche se l'efficacia di parte dei provvedimenti approvati è risultata sin dall'inizio molto dubbia. Nello specifico, vengono analizzate le misure prese nell'ambito della razionalizzazione della spesa pubblica e delle entrate tributarie; della finanza locale; della lotta all'evasione fiscale; delle politiche per la crescita e lo sviluppo. Il giudizio non è positivo, soprattutto per quanto riguarda gli interventi a sostegno dell'economia.

Il rapporto si conclude con il capitolo cinque interamente dedicato ad una valutazione dei cosiddetti *fiscal council* - organismi nazionali, indipendenti o funzionalmente autonomi dall'autorità di politica di bilancio, finanziati con fondi pubblici, aventi lo scopo di indurre i governi a comportamenti responsabili in materia di politiche di bilancio. I *fiscal council* costituiscono – insieme alle regole di bilancio numeriche permanenti – uno strumento per limitare il *deficit bias*, ossia la tendenza verso elevati deficit pubblici. A seguito della riforma della governance economica europea con il Six-Pack, il Fiscal Compact e il Two-Pack, il *fiscal council* costituisce lo strumento, insieme con la regola dell'equilibrio di bilancio in termini strutturali, individuato dall'Unione europea per rafforzare la disciplina di bilancio dei singoli stati membri. Tutti gli stati membri che ne sono privi devono costituire un *fiscal council* entro la fine del 2013, con caratteristiche tali da soddisfare dei requisiti minimi definiti dalla Commissione europea. La relazione esamina i nodi principali (struttura, criteri di nomina, mandato, personale) che il legislatore ha affrontato nel disegnare l'organismo italiano, che con il nome di Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) sarà operativo dal primo gennaio 2014.

## INTRODUZIONE

### DALLA FINANZA ALLA MONETA: DAL SOGNO ALL'INCUBO\*

La “moltiplicazione dei pani e dei pesci” è l’unico miracolo presente in tutti e quattro i Vangeli. Ciò sembra indicare che questo sia un miracolo più importante degli altri, come ridare la vista ai ciechi, guarire i lebbrosi, o risuscitare i morti. Non è dunque un caso se la “moltiplicazione dei pani e dei pesci” sia stato ciò che la finanza moderna ha promesso per vent’anni, fino a rivelarsi quel che era davvero, cioè un sogno che prima o poi diventa un incubo.

A ben guardare, è per uscire da quell’incubo che ci siamo poi cacciati in una illusione che rischia di rivelarsi altrettanto pericolosa: credere che i “miracoli” che non sono riusciti a fare i banchieri li possano però fare i banchieri centrali.

Fuor di metafora, cosa abbiamo finora capito della crisi in cui ci troviamo – ormai dal 2007 – e dei problemi nuovi (si fa per dire...) che stiamo affrontando oggi?

La finanza moderna ci aveva illuso che la crescita dei mercati, l’innovazione dei prodotti, ed i progressi della gestione, fossero riusciti a garantire *rendimenti-privi-di-rischio*. Il sogno di ciascuno di noi: avere sempre un rendimento, senza alcun rischio. Tutta la storia delle bolle (più o meno razionali) e dei Ponzi games si basa su questa promessa: è possibile avere sempre un guadagno certo.

Da qualche anno, lo stesso compito lo abbiamo affidato ai banchieri centrali: acquistando dal mercato quei titoli che si sono rivelati troppo rischiosi e dando in cambio liquidità a costo zero, consentono agli operatori di avere di nuovo *rendimenti-senza-rischio*. O meglio, affinché

questa promessa sia sempre vera, bisogna che la Banca Centrale si impegni a far ciò “senza limiti”, né temporali né di quantità.

E’ così che ha fatto soprattutto la Fed di Bernanke ed è così che, in misura via via minore, hanno fatto le altre Banche Centrali. Da questo punto di vista, non è solo la dimensione dei loro passati interventi ciò che conta, perché il “miracolo” richiede che vi sia certezza che ciò continuerà a valere anche in futuro. Se il banchiere centrale esprime anche solo dubbi sull’opportunità che quella politica prosegua in futuro, il gioco si interrompe e il rischio torna ad apparire probabile (anzi, indispensabile) caratteristica di ogni attività finanziaria.

E’ quanto abbiamo appena visto succedere, dopo l’ultima dichiarazione pubblica del Presidente della Fed, che si è limitato a ribadire che i nuovi acquisti mensili di titoli da parte della banca centrale americana (senza dei quali, ha inizio la *exit strategy* cioè si riduce la dimensione del portafoglio della Fed, man mano che i titoli scadono) sarebbero prima o poi (e comunque entro l’agosto 2014!!) cessati. E’ bastata questa dichiarazione (ma non era ovvia?) per sconvolgere i mercati finanziari. Come a ribadire che il ritorno verso la normalità non sarà privo di difficoltà.

Due problemi, su cui occorrerebbe una riflessione più sistematica:

- 1) Quando e come sarà possibile organizzare in modo certo una *exit strategy*, che significhi il “ritorno alla normalità” con tempi e modalità, ragionevoli e realistiche. Le attuali incertezze continuano infatti a nuocere al ruolo principale che dovrebbe avere la ricostruzione di un “sistema finanziario utile”, meno concentrato sul trading del momento, e più orientato al finanziamento della crescita.
- 2) Nel giro di due anni, con la prossima sostituzione anche del Presidente della Fed

---

\* A cura di Giacomo Vaciago.



Bernanke, si è completato il rinnovo dei quattro-banchieri-centrali-che-contano, iniziato con Mario Draghi a Francoforte nel Novembre 2011. La capacità di coordinamento delle loro strategie, nei momenti di crisi, è stato ciò che ha finora evitato ogni tragedia come quella che avrebbe potuto verificarsi con il fallimento inatteso di Lehman. E' essenziale che ciò resti ben chiaro ai mercati, pur nella difficile transizione con la quale le quattro, distinte ma molto interdipendenti, aree del mondo torneranno alla normalità. Come è essenziale che cooperazione, più che competizione, continui a caratterizzare il movimento dei tassi di cambio tra quelle valute.



## 1. IL QUADRO MACROECONOMICO\*

Nei giorni in cui diamo alle stampe questo numero di OM (terza decade di giugno) assistiamo a una recrudescenza di volatilità sui mercati finanziari che, secondo alcuni, è solo un anticipo di una nuova “estate calda” (almeno sotto il profilo economico-finanziario).

Gli operatori dei mercati finanziari sono tormentati dall’incertezza sulle prospettive della crescita mondiale (e quindi sulla dinamica prospettica dei corsi dei titoli). Ci sono almeno due motivi di fondo che spiegano i dubbi e il pessimismo.

Il primo è la fine (prospettica) del *quantitative easing* negli USA. Il 19 giugno Bernanke ha specificato la tempistica dell’uscita dalla terza fase del *quantitative easing* (QE3). Nel corso del 2013 si ridurrà l’entità delle operazioni di acquisto di titoli di Stato da parte della Fed e nel 2014 esse dovrebbero terminare.

E’ una cattiva notizia (per gli operatori dei mercati finanziari) perché prefigura la fine dell’epoca della liquidità a costo zero e l’inversione della dinamica dei tassi di interesse. Ma, se si usa un pizzico di lungimiranza, è anche una buona notizia. Ricordiamo che la banca centrale americana si è prefissa un obiettivo di tasso di disoccupazione (6.5%): l’uscita graduale dal QE3 quindi segnala l’approssimarsi del tasso di disoccupazione effettivo statunitense – a maggio era al 7.6% – a quell’obiettivo. Il fatto che gli USA ricomincino a crescere a un ritmo soddisfacente (ne discuteremo con qualche dettaglio tra breve) è una buona notizia non solo per le economie del resto del mondo – che sono tuttora orfane della capacità di assorbimento di merci straniere in passato mostrata dagli USA – ma anche, almeno tendenzialmente, per i mercati

finanziari perché segnala l’aumento prospettico della profittabilità delle imprese americane.

Il secondo motivo di fondo dello scetticismo degli operatori sono le notizie non particolarmente positive provenienti dai paesi emergenti. E’ ormai abbondantemente chiaro che i maggiori paesi emergenti – a cominciare dalla Cina – non torneranno presto (forse non torneranno più) a crescere ai tassi stellari del ventennio pre-crisi. Chi tra gli operatori aveva scommesso sulle “magnifiche sorti progressive” delle economie di questi paesi comincia a ricredersi e a rivedere al ribasso le prospettive di crescita. Anche l’appetibilità per gli investitori dei titoli emessi in questi paesi viene quindi meno. Stiamo forse assistendo ai prodromi di un’inversione direzionale dei movimenti di capitali (*capital reversal*). I capitali che erano fluiti abbondantemente verso gli emergenti – creando in questi paesi anche qualche timore di eccessivo apprezzamento del tasso di cambio – sono precipitosamente defluiti dagli stessi paesi nei giorni di massima turbolenza dei mercati finanziari. E’ ancora troppo presto per affermare che il fenomeno è destinato a durare ma l’inversione di tendenza, anche se fosse di breve durata, è comunque significativa.

Che le economie emergenti rallentino è un segnale di debolezza (congiunturale) e una cattiva notizia per gli operatori di mercato, ma è chiaro che una crescita a tassi del 10% medio annuo non poteva proseguire indefinitamente. Il rallentamento potrebbe segnalare quindi l’avvenuto raggiungimento della maturità – in un percorso di crescita di medio-lungo periodo – a cui si associa la consapevolezza dei problemi strutturali che le economie mature devono affrontare. Ne parleremo diffusamente in chiusura di questo capitolo.

In questo contesto, la deprimente performance macroeconomica dell’Eurozona non fa più notizia. La periferia dell’Eurozona è sempre in fase

---

\* A cura di Tiziana Assenza e Domenico Delli Gatti.

recessiva. La novità, dal punto di vista dell'economia reale, sono i segnali di "fatica della crescita" che si manifestano anche nel nocciolo centrale dell'Eurozona. A cavallo tra il 2012 e il 2013 è diventato chiaro che la Germania non è in grado di generare dinamiche congiunturali particolarmente brillanti. La Francia, poi, è entrata ufficialmente in recessione.

In marzo si è aperta e conclusa nel giro di poche settimane la "crisi cipriota" (alla quale dedichiamo un riquadro). Si tratta di un non-evento se si guarda alle dimensioni del paese considerato (circa 20 miliardi di euro di PIL, un centesimo del PIL italiano) ma la piega che ha preso la soluzione della crisi – con un prelievo (peraltro di straordinario importo) sui depositi (di grandi dimensioni) – è decisamente brutta e potrebbe creare un precedente pericoloso.

In Europa, adesso le luci dei riflettori si sono accese sulla attesa decisione della Corte costituzionale tedesca relativa alla presunta violazione del mandato della BCE associate alle *Outright Monetary Transactions* (OMT). Il dibattito tra fautori e contrari a questa scelta è acceso e si attende con trepidazione la decisione dei giudici costituzionali.

Abbiamo organizzato il capitolo come segue. Passiamo dapprima in rassegna le tendenze di fondo dello scenario macroeconomico internazionale. Descriviamo poi nell'ordine la fase ciclica negli USA e nell'Eurozona, affrontando nell'ordine Germania, Francia, Spagna e Portogallo e soffermandoci un po' più a lungo sul quadro Italiano. Chiudiamo il capitolo con un approfondimento sui BRIC, discutendo prima le tendenze di medio-lungo periodo e concentrandoci in seguito sul breve periodo.

## 1. Lo scenario internazionale

Il panorama macroeconomico internazionale in questo primo scorcio del 2013 è "a macchia di

leopardo". Il grado di dinamicità dell'attività economica e del commercio internazionale infatti sono molto eterogenei nelle diverse aree geoeconomiche.

La ripresa procede negli USA – sebbene a un passo considerato da molti analisti non particolarmente soddisfacente – e sembra acquisire vigore in Giappone – dove il nuovo primo ministro Shinzo Abe ha inaugurato una impostazione di politica economica molto aggressiva nel sostegno alla domanda aggregata. Nel frattempo l'Eurozona nel suo complesso si appresta a vivere il suo secondo anno di recessione – che però nasconde un quadro interno "a due velocità". Il "nocciolo duro" rappresentato dalla Germania e dai principali paesi dell'area nordica continua a crescere – sebbene con qualche difficoltà – mentre la "periferia" (Portogallo, Italia, Grecia, Spagna) è in piena recessione. Al plotone dei vagoni di coda del treno europeo si è aggiunta di recente anche la Francia che nel primo trimestre del 2013 è entrata ufficialmente in recessione avendo sperimentato due trimestri consecutivi di contrazione del PIL.

**TAB. 1. Paesi avanzati: PIL (tassi di variazione congiunturale)**

|           | Q2-12 | Q3-12 | Q4-12 | Q1-13 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| Area euro | -0.2  | -0.1  | -0.6  | -0.2  |
| USA       | 0.3   | 0.8   | 0.1   | 0.6   |
| UK        | -0.4  | 0.9   | -0.3  | 0.3   |
| Giappone  | -0.2  | -0.9  | 0.3   | 1.0   |

Fonte: OCSE

Le affermazioni precedenti sono corroborate dai dati riportati nella tabella 1 ossia i tassi di variazione percentuale congiunturale degli ultimi 4 trimestri nei principali paesi avanzati. Segnaliamo, in particolare il segno positivo davanti a tutte le variazioni percentuali del PIL degli Stati Uniti nell'orizzonte temporale

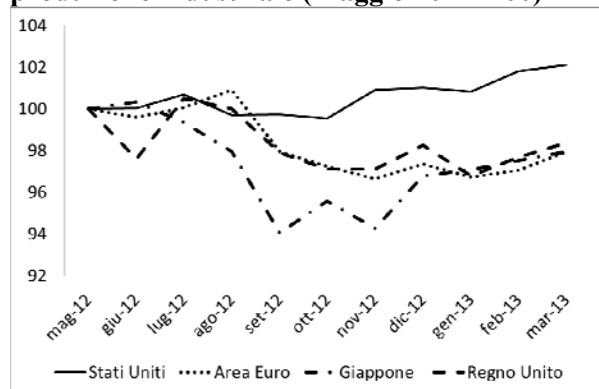
considerato e il segno negativo davanti a tutte le variazioni percentuali del PIL dell'Eurozona.

Nella figura 1 riportiamo i numeri indice della produzione industriale mensile negli ultimi dodici mesi (posto uguale a 100 il dato di maggio 2012) per gli stessi paesi considerati nella tabella precedente.

E' interessante sottolineare come l'attività industriale abbia subito un rallentamento generalizzato e significativo nella seconda metà del 2012. Negli USA questa flessione è di modesta portata e durata mentre è drammatica in Giappone. L'Eurozona mostra un andamento intermedio tra quello degli USA e del Giappone. In Giappone, però, a partire dalla fine del 2012 il recupero è impressionante contrariamente a quel che accade nell'Eurozona, dove la produzione industriale fa fatica a uscire dalla situazione di difficoltà sperimentata nella seconda metà del 2012.

Il tasso di disoccupazione nel maggio 2012, ossia all'inizio dell'intervallo temporale considerato nella figura precedente, era di poco superiore all'11.5% nell'Eurozona, al 7.5% negli USA e nel Regno Unito e al 4.5% in Giappone.

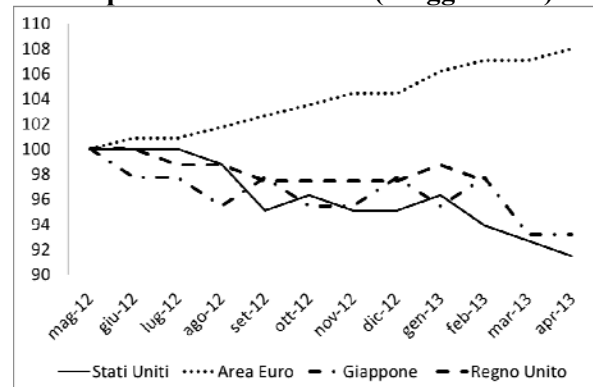
**FIG. 1. Economie avanzate: indice della produzione industriale (Maggio 2012=100)**



Fonte OCSE

Se avessimo riportato i tassi di disoccupazione di questi paesi nello stesso grafico, la dinamica dei tassi di disoccupazione sarebbe stata praticamente impercettibile. Per evidenziarla e rendere quindi manifeste le tendenze, nella figura 2 abbiamo riportato i numeri indice del tasso di disoccupazione ponendo uguale a 100 il livello del tasso di disoccupazione nel maggio 2012 per ciascuno e tutti i paesi considerati nella tabella precedente.

**FIG. 2. Economie avanzate: tasso di disoccupazione armonizzato (Maggio 2012)**



Fonte OCSE

Questo artificio grafico consente di scoprire andamenti chiaramente divergenti tra l'Eurozona da un lato e tutti gli altri paesi considerati dall'altro. Nell'Eurozona infatti il tasso di disoccupazione nel corso degli ultimi 12 mesi mostra una chiara tendenza ad aumentare mentre negli altri paesi tende chiaramente a diminuire.

Le tabelle 2 e 3 consentono di valutare la dinamica delle principali componenti della domanda interna, consumi e investimenti, nei paesi considerati nei grafici precedenti. E' interessante notare come all'origine della recessione dell'Eurozona ci sia la tendenza riflessiva sia dei consumi che degli investimenti. Sono gli investimenti però la componente più

debole. Nel primo trimestre 2013, ad esempio, la variazione congiunturale dei consumi europei ha segno positivo mentre la variazione degli investimenti è negativa e rilevante in valore assoluto.

A questo panorama relativo ai paesi avanzati, che sicuramente non è confortante, si sovrappongono le difficoltà di crescita (ai ritmi registrati in passato) dei paesi emergenti e in particolare dei BRIC (Brasile, Russia, India e Cina) sui quali ci soffermeremo in chiusura del presente capitolo di OM.

**TAB. 2. Paesi avanzati: consumi delle famiglie (tassi di variazione congiunturale)**

|           | II-12 | III-12 | IV-12 | I-13 |
|-----------|-------|--------|-------|------|
| Area euro | -0.5  | -0.2   | -0.6  | 0.1  |
| USA       | 0.4   | 0.4    | 0.5   | 0.8  |
| UK        | 0.7   | 0.2    | 0.3   | 0.1  |
| Giappone  | 0.2   | -0.4   | 0.4   | 0.9  |

Fonte: OCSE

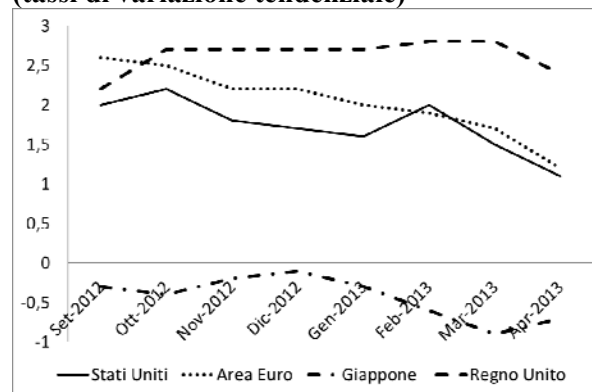
**TAB 3. Paesi avanzati: investimenti (tassi di variazione congiunturale)**

|           | II-12 | III-12 | IV-12 | I-13 |
|-----------|-------|--------|-------|------|
| Area euro | -1.7  | -0.9   | -1.4  | -1.6 |
| USA       | 1.0   | 0.2    | 2.6   | 0.1  |
| UK        | 1.7   | -0.4   | -0.2  | -0.8 |
| Giappone  | 1.5   | -1.1   | 0.2   | 0.2  |

Fonte: OCSE

In queste condizioni – domanda aggregata in fase di contrazione in Europa e in (modesta) ripresa negli USA – si possono comprendere le dinamiche dell’inflazione che è in fase di riduzione in Europa mentre non mostra segni di cedimento negli USA (FIG. 3).

**FIG. 3. Paesi avanzati: inflazione al consumo (tassi di variazione tendenziale)**



Fonte OCSE

## 2. Il mix di politica economica

Tutto ciò premesso, si comprende la revisione al ribasso delle previsioni di crescita del FMI per il 2013-2014.

Il World Economic Outlook (WEO) del FMI di aprile prevede una crescita media annua del PIL mondiale del 3.3 % (era il 3.5% nel WEO di ottobre 2012) – contro il 4% del 2011 – con i paesi avanzati che crescono a un tasso di poco superiore all’1% e gli emergenti al 5% circa. Le previsioni relative ai tassi di crescita nel 2013 di tutti i principali paesi sono state ridotte, a conferma del pessimismo che si è diffuso nella parte finale dello scorso anno e nello scorcio iniziale del corrente anno. La dinamica dell’attività macroeconomica dovrebbe migliorare nel corso del 2014. In buona sostanza, la “ripresa della ripresa” a livello mondiale è stata rinviata – nelle previsioni – di sei mesi.

Nei paesi avanzati la domanda aggregata può contare sul sostegno di una politica monetaria ovunque di segno espansivo, anche se il grado di aggressività dello stimolo monetario è diverso da paese a paese.

Come abbiamo scritto in apertura di capitolo, la Fed prosegue nell’acquisto di titoli di Stato a lungo termine perseguendo l’obiettivo di un tasso di disoccupazione pari al 6.5% (attualmente il

tasso di disoccupazione americano è superiore al 7%). Bernanke ha annunciato che il *quantitative easing* verrà interrotto quando la ripresa occupazionale sarà sufficientemente robusta. I mercati hanno reagito male a questo annuncio ma si tratta di una dichiarazione semplicemente ovvia, tutt'altro che eclatante.

La Bank of Japan – guidata dal nuovo governatore Kuroda, nominato da Abe – si appresta a raddoppiare la base monetaria nel giro di un paio d'anni.

La BCE ha tagliato di un quarto di punto il tasso di rifinanziamento applicato sulle operazioni pronti contro termine con le banche commerciali. Anche l'impostazione della Bank of England rimane espansiva.

E' stata quindi immessa molta liquidità nel sistema economico mondiale, che non ha generalmente trovato sbocco in nuovi prestiti alle imprese o nuovi mutui alle famiglie ma in attività di investimento di portafoglio sui mercati finanziari domestici (le Borse di tutto il mondo sono generalmente in fase di risalita), in speculazioni sulle *commodities* e in investimenti di portafoglio nei paesi emergenti.

Ne è seguito un deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro (da 1.20 dollari per euro nell'estate 2012 a 1.33 nel giugno 2013) e dello Yen nei confronti dell'euro (da 95 Yen per euro nell'estate 2012 a 125 nel giugno 2013).

Le politiche fiscali, invece, rimangono tendenzialmente restrittive. Negli USA, il mancato accordo tra amministrazione e congresso in marzo ha dato luogo a tagli automatici di spesa pubblica (*fiscal sequester*). In Europa è divampato il dibattito sugli effetti perversi dell'austerità. Italia, Spagna e Francia si stanno muovendo per un allentamento dei vincoli alla politica fiscale al fine di contenerne gli effetti sulla domanda aggregata. La leadership tedesca mantiene la barra di un'impostazione tendenzialmente rigorosa.

#### USA: tra *tapering quantitative easing* e *fiscal sequester*

La dinamica congiunturale negli USA in apertura del 2013 è evidenziata nella tabella 4 che riporta i tassi di crescita congiunturale annualizzata del PIL e delle principali componenti della domanda negli ultimi quattro trimestri. Nel primo trimestre dell'anno in corso il PIL è cresciuto al 2.4% in ragione d'anno (nel corso del 2012 il tasso medio annuo di crescita è stato del 2.2% a fronte dell'1.8% del 2011 e del 2.4% del 2012).

Nell'arco di tempo considerato i consumi mostrano una sostanziale tenuta, fornendo un contributo alla crescita (definito come il prodotto del tasso di crescita per la quota sul PIL nell'anno precedente) positivo e non trascurabile. Tale contributo è stato di tre decimali in ciascuno dei tre ultimi trimestri del 2012 e di sei punti decimali nel corso del primo trimestre del 2013.

**TAB 4. USA: principali componenti della domanda (tassi di crescita congiunturale annualizzata)**

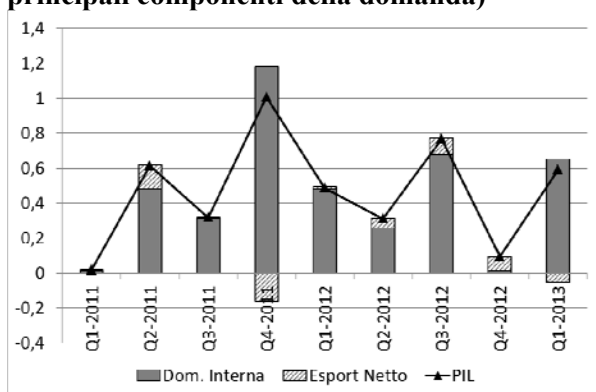
|                | II-12 | III-12 | IV-12 | I-13 |
|----------------|-------|--------|-------|------|
| PIL            | 1.3   | 3.1    | 0.4   | 2.4  |
| Consumo        | 1.5   | 1.6    | 1.8   | 3.4  |
| Investimenti   | 4.0   | 0.7    | 10.9  | 0.4  |
| Spesa pubblica | -1.2  | 4.6    | -8.0  | -3.0 |
| Esportazioni   | 5.2   | 1.9    | -2.8  | 0.8  |
| Importazioni   | 2.8   | -0.6   | -4.2  | 1.9  |

Fonte: OCSE

Considerando che il tasso di crescita del PIL congiunturale non annualizzato nel primo trimestre del 2013 è stato dello 0.6%, dal calcolo dei contributi alla crescita (FIG. 4) si può a ragione affermare che la crescita del PIL nello scorcio iniziale del 2013 è attribuibile interamente ai consumi. Gli investimenti e le esportazioni,

infatti, forniscono un contributo nullo, mentre la spesa pubblica e le importazioni danno un contributo negativo ma modesto, compensato esattamente da quello positivo delle scorte. Complessivamente tutte le voci di domanda diverse dal consumo non forniscono alcun apporto alla variazione del PIL nel primo trimestre 2013.

**FIG. 4. USA: PIL (tasso di variazione congiunturale e contributi alla crescita delle principali componenti della domanda)**



Fonte OCSE

La crescita dei consumi nel corso del 2012 (1.9%) è stata superiore a quella del reddito disponibile (1.5), di modo che la propensione al risparmio si è marginalmente ridotta.

La robustezza dei consumi può essere ricondotta, almeno in parte, al miglioramento delle condizioni finanziarie delle famiglie. La ripresa degli investimenti residenziali nel 2012, infatti, ha avuto un effetto benefico sulle quotazioni degli immobili e quindi anche sul valore di mercato della ricchezza immobiliare, che è tuttora una componente rilevante della ricchezza complessiva delle famiglie americane. La ricchezza finanziaria, d'altro canto, è in fase di deciso recupero grazie al buon andamento (finora) registrato dal mercato azionario.

Sul fronte degli investimenti, il primo trimestre del 2013 segna una battuta d'arresto ma nel corso

del 2012 questa componente della domanda è stata piuttosto vivace, con un tasso di crescita pari all'8.7%. Come si è detto in precedenza, la ripresa degli investimenti è trainata da quelli immobiliari mentre quelli non-residenziali sono meno vivaci.

Le condizioni del mercato del lavoro migliorano gradualmente, come si è detto in apertura di capitolo. Il tasso di disoccupazione, che aveva sfiorato il 10% al culmine della Grande Recessione, è sceso fino al 7.5% in aprile per risalire lievemente in maggio al 7.6%. La progressiva riduzione del tasso di disoccupazione risente anche della riduzione della partecipazione della popolazione alla forza lavoro: in aprile poco più del 63% della popolazione adulta era attiva sul mercato del lavoro, 3 punti percentuali in meno rispetto al 2007.

Come già detto, la Fed si è prefissa un obiettivo di tasso di disoccupazione pari al 6.5% e di un tasso di inflazione del 2%. Con un tasso di disoccupazione ancora abbondantemente superiore al 7% e un tasso di inflazione inferiore al 2% c'è ancora spazio per l'accomodamento monetario. E' stato infatti prorogato fino al 2015 il limite temporale per il quale la Fed si attende il mantenimento di tassi di interesse prossimi allo zero (a meno che il tasso di disoccupazione scenda sotto il 6,5 per cento), a condizione che nel frattempo l'inflazione sia grosso modo in linea con l'obiettivo. Tuttavia, al di là di (alcune contraddittorie) dichiarazioni ufficiali, non vediamo come imminente una drastica inversione dell'intonazione complessiva della politica monetaria negli USA. La ripresa è ancora troppo debole per giustificare un'inversione a U dell'impostazione di politica monetaria<sup>1</sup>.

Sul fronte della politica fiscale, l'intonazione è complessivamente restrittiva. Con l'approvazione dell'*American Taxpayer Relief Act* il 1° gennaio

<sup>1</sup> Per una discussione di tale punto si rinvia il Cap.2.



2013 si concludeva il primo round del braccio di ferro tra l'Amministrazione democratica e il congresso a maggioranza repubblicana con un compromesso (proroga degli sgravi fiscali per i contribuenti con redditi medio-bassi, aumento dell'aliquota d'imposta per quelli con redditi alti, abolizione di agevolazioni fiscali, proroga dei sussidi di disoccupazione) – le cui implicazioni per l'intonazione della politica fiscale erano comunque restrittive – che fermava l'economia americana appena prima del temuto *fiscal cliff*. Ma il secondo round non è terminato con un accordo. Pertanto da marzo sono entrati in vigore tagli automatici alla spesa (*fiscal sequester*). Secondo il Congressional Budget Office, il rapporto tra deficit pubblico e PIL dovrebbe scendere dal 7% dell'esercizio 2011-2012 al 4% del 2012-2013.

### **Giappone: le promesse e i rischi dell'Abenomics**

Per il Giappone il 2012 è stato un anno di crescita (a un tasso medio del 2%) a fronte dell'ennesima recessione del 2011 (-0.6%). Se guardiamo all'evoluzione dei tassi di crescita trimestrali osserviamo due trimestri di crescita negativa (a metà del 2012), seguiti da un buon quarto trimestre (1% annualizzato) e da un eccellente primo trimestre del 2013 (3.5% in ragione d'anno). Nel 2013 la crescita giapponese dovrebbe attestarsi attorno all'1,2%.

Ormai da due decenni il paese è intrappolato nella palude della stag-deflazione (stagnazione con deflazione). Shinzo Abe – nominato primo ministro nel dicembre 2012 – è determinato a fare «whatever it takes» per far uscire il paese dalla stag-deflazione. In primo luogo, vuole sconfiggere definitivamente la deflazione e raggiungere un obiettivo di inflazione positivo e relativamente elevato, almeno per gli standard giapponesi (2%). Per mettere in pratica questa politica, è stato

imposto dal governo un cambiamento alla guida della *Bank of Japan*. Lo strappo all'indipendenza della banca centrale giapponese è un dato di fatto di rilievo. Il nuovo governatore, Kuroda, ha criticato in passato la presunta timidezza dello stimolo monetario immesso dalla banca centrale giapponese. Egli è un convinto assertore di una estremizzazione della politica monetaria in senso espansivo.

Si noti che la Bank of Japan ha da tempo adottato un massiccio programma di *Quantitative Easing (Asset Purchase Program)*. Kuroda ha interrotto questo programma e l'ha sostituito con un progetto di espansione della base monetaria ancora più audace. Per raggiungere l'obiettivo di inflazione del 2% si prevede la necessità di raddoppiare la base monetaria nell'arco di due anni.

Gli altri due pilastri dell'*Abenomics* sono un pacchetto di misure fiscali espansive (incremento di spesa pubblica attraverso misure speciali di spesa per 135 mld.\$, già realizzate) – il rapporto tra deficit pubblico e PIL si attesta al 10% e il rapporto tra debito pubblico e PIL viaggia verso il 240% – e riforme strutturali volte a migliorare la competitività (attraverso la riforma del mercato del lavoro, del settore energetico etc.).

Tutto ciò dovrebbe favorire crescita con inflazione. L'*Abenomics* crea parecchio nervosismo soprattutto per le sue ripercussioni valutarie. I mercati hanno infatti già determinato un deprezzamento del cambio dello yen. In definitiva il QE giapponese e quello americano hanno anche questo in comune: sono «letti» dagli altri paesi come una dichiarazione di guerra valutaria.

### **Area Euro**

Nel primo trimestre del 2013, il PIL dell'Eurozona ha registrato una riduzione dello



0.2% congiunturale, equivalente a una velocità di caduta annuale dello 0.8% che si confronta con una crescita degli Usa al ritmo del 2.4%. In ciascuno dei trimestri del 2012, il PIL dell'Eurozona ha registrato una caduta – particolarmente accentuata nel quarto trimestre del 2012, quando la variazione congiunturale annualizzata è stata negativa per 2.4 punti percentuali.

La fase congiunturale attuale nell'Eurozona è caratterizzata da due fenomeni. Il primo è il ruolo speculare che giocano la domanda interna e quella estera. La recessione europea è dovuta interamente alla flessione della domanda interna. Ad esempio, nel primo trimestre 2013 la domanda interna ha fornito un contributo negativo alla crescita dello 0.3%; nel quarto trimestre del 2012 il contributo negativo alla crescita era stato ancora più rilevante: 0.7% in valore assoluto.

La domanda estera ha fornito sostegno alla crescita ma in misura insufficiente a compensare il contributo negativo della domanda interna.

#### **La crisi di Cipro**

In questo contesto è esplosa la crisi cipriota, la cui conclusione segnala una svolta (discutibile) nell'approccio alla risoluzione delle crisi da parte delle autorità europee.

La crisi di Cipro scoppia a marzo dell'anno in corso ma è in incubazione da un anno e mezzo. Le banche cipriote, infatti, hanno massicciamente prestato a prenditori greci e hanno acquistato titoli del debito pubblico greco sottoposti al cosiddetto *haircut* deciso nell'autunno del 2011.

A metà marzo l'Eurogruppo annuncia un accordo con il nuovo governo cipriota di Anastasiades: aiuti per 10 miliardi di euro (equivalenti a oltre la metà del PIL cipriota) in

cambio di consolidamento fiscale per 6-7 miliardi. Sembra il solito prestito soggetto alla condizionalità della troika ma questa volta il consolidamento fiscale avviene attraverso la tassazione dei depositi, anche di quelli sotto i 100mila euro (ossia anche sui depositi soggetti ad assicurazione).

Mai prima d'ora era stata adottata una simile misura. Grecia, Irlanda, Portogallo, infatti, non hanno effettuato «prelievi» sui depositi.

Questo tipo di misura solleva un duplice problema: vengono colpiti i depositanti e vengono colpiti anche i depositi assicurati.

Il parlamento cipriota boccia la proposta del governo e le parti tornano al tavolo negoziale.

La BCE forza la mano al governo cipriota annunciando che, in assenza di un accordo, non erogherà più alle banche cipriote liquidità di emergenza.

Il 25 marzo si chiude quindi il nuovo accordo. Verranno tassati, in misura di assoluto rilievo (40-60%), solo i depositi superiori ai 100mila euro (ossia quelli non coperti da assicurazione). Inoltre una delle due maggiori banche del paese (Laiki Bank) chiude e si trasferiscono i suoi asset alla Bank of Cyprus.

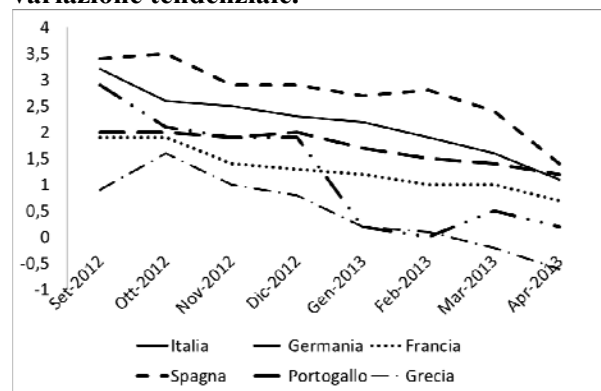
Il governo cipriota impone limiti drastici ai prelievi di contante e agli spostamenti di capitali all'estero (una contraddizione in termini rispetto alla architettura dell'Unione monetaria).

A crisi ormai risolta, il nuovo presidente dell'Eurogruppo Dijsselbloem dichiara al Financial Times che la soluzione della crisi cipriota inaugura un nuovo modello di gestione delle crisi bancarie, che chiama i creditori delle banche, depositanti compresi, a contribuire al loro risanamento. La dichiarazione solleva un polverone e viene subito smentita – ancora una volta nei circoli ufficiali europei la soluzione cipriota (come quella greca) viene definita unica e irripetibile – ma il precedente è stato creato...

Questo dato è già di per sé preoccupante perché segnala l'incapacità di generare domanda dell'eurozona nel suo complesso. Ma il dato ancor più preoccupante – e veniamo così al secondo fenomeno caratterizzante – è il fatto che il contributo positivo alla crescita proveniente dalla domanda estera netta è in fase di progressiva riduzione. Sia nel quarto trimestre del 2012 che nel primo 2013 il contributo positivo alla crescita proveniente dalla domanda estera netta è stato dello 0.1%. Esso era stato rispettivamente di 3 decimi di punto e di 5 decimi di punto nel secondo e nel terzo trimestre del 2012.

In un contesto congiunturale come questo, caratterizzato dalla scarsa vivacità della domanda, non sorprende la dinamica dell'inflazione, riportata nella figura 5.

**FIG. 5. Inflazione al consumo: tassi di variazione tendenziale.**



Fonte OCSE

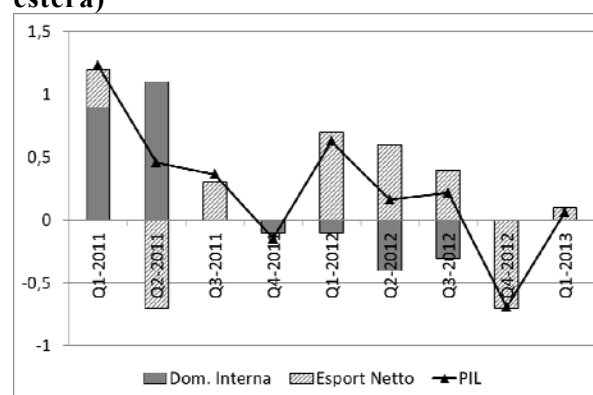
Il tasso di variazione dei prezzi al consumo è in fase chiaramente riflessiva in tutti i paesi considerati. In Grecia esso è negativo, ossia siamo in presenza di deflazione vera e propria.

### Germania

L'esame della figura 6 – che riporta il tasso di crescita congiunturale del PIL e i contributi alla

crescita della domanda interna e della domanda estera netta della Germania – mostra chiaramente come la difficoltà a crescere cominci a non essere più solo un problema della periferia dell'Eurozona.

**FIG. 6. Germania: PIL (tasso di variazione congiunturale e contributi alla crescita della domanda interna ed estera)**



Fonte OCSE

La variazione congiunturale trimestrale nel quarto trimestre del 2012 è negativa (sebbene piccola in valore assoluto) e quella del primo trimestre del 2013 praticamente nulla. Nel quarto 2012 la domanda estera netta ha dato un contributo negativo e nel primo 2013 solo moderatamente positivo.

Se riflettiamo sui dati della tabella 5, che riporta i tassi di crescita congiunturale annualizzata del PIL e delle principali componenti della domanda in Germania negli ultimi quattro trimestri, possiamo concludere che anche il moderato contributo positivo alla crescita della domanda estera netta nel primo trimestre del 2013 avviene andando a ritroso.

**TAB. 5. Germania: PIL e principali componenti della domanda (tasso di variazione congiunturale annualizzata)**

|                | II-12 | III-12 | IV-12 | I-13 |
|----------------|-------|--------|-------|------|
| PIL            | 0.7   | 0.9    | -2.8  | 0.3  |
| Consumo        | 0.5   | 0.3    | -1.4  | 3.1  |
| Investimenti   | -7.3  | -1.8   | -4.1  | -5.8 |
| Spesa pubblica | -1.7  | 2.7    | 0.6   | -0.6 |
| Esportazioni   | 12.9  | 5.7    | -9.3  | -7.0 |
| Importazioni   | 9.4   | 2.5    | -5.1  | -8.2 |

Fonte: OCSE

Sia nel trimestre finale del 2012 che in quello iniziale del 2013, infatti, i flussi di commercio estero segnalano una contrazione – un segnale pessimo per quanto riguarda la capacità di assorbimento delle merci a livello mondiale – ma nel primo 2013 le importazioni si riducono più delle esportazioni mentre nel quarto trimestre 2012 era avvenuto il contrario. La contrazione dei flussi di importazione ed esportazione alla fine del 2012 e in apertura del 2013 è un dato generalizzato, come inferiremo dalla discussione che segue.

## Francia

Come si è detto precedentemente, anche in Francia la recessione è conclamata. I tassi di variazione percentuale del PIL infatti sono stati negativi per due trimestri di fila. Ma è da un anno ormai che la crescita è in fase di stallo oltralpe.

Il PIL si è contratto (sebbene di poco) a cavallo tra il 2012 e il 2013, come mostra la tabella 6, costruita con gli stessi criteri della tabella precedente.

**TAB. 6. Francia: PIL e principali componenti della domanda (tasso di variazione congiunturale annualizzata)**

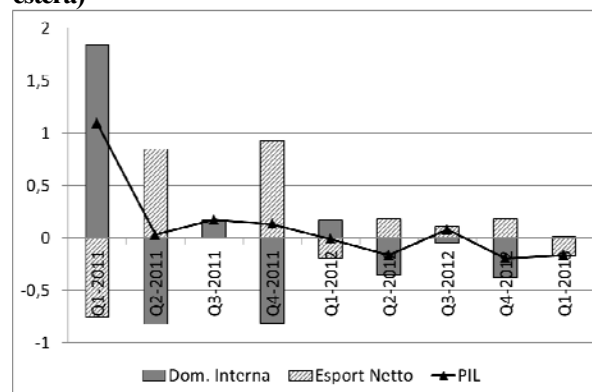
|                | II-12 | III-12 | IV-12 | I-13 |
|----------------|-------|--------|-------|------|
| PIL            | -0.7  | 0.3    | -0.8  | -0.7 |
| Consumo        | -1.6  | 0.1    | 0.1   | -0.3 |
| Investimenti   | -0.7  | -2.8   | -3.0  | -3.5 |
| Spesa pubblica | 1.9   | 1.3    | 1.3   | 1.3  |
| Esportazioni   | 3.7   | 1.9    | -2.9  | -1.9 |
| Importazioni   | 1.0   | 0.3    | -5.1  | 0.6  |

Fonte: OCSE

Le difficoltà di espansione sono presenti sia sul lato della domanda interna – in particolare per quanto riguarda gli investimenti – che su quello della domanda estera. Come nel caso tedesco si segnala la contrazione dei flussi di commercio estero sia nell'ultimo trimestre del 2012 che nel primo trimestre del 2013.

Il contributo alla crescita della domanda estera netta (FIG. 7) è negativo nel primo 2013 (le importazioni aumentano lievemente e si riducono le esportazioni) mentre nel quarto trimestre 2012 era ancora positivo perché le importazioni cadevano a un tasso maggiore in valore assoluto di quello delle esportazioni.

**FIG. 7. Francia: PIL (tasso di variazione congiunturale e contributi alla crescita della domanda interna ed estera)**



Fonte OCSE

Diamo ora uno sguardo alla periferia dell'Eurozona. Consideriamo nell'ordine Portogallo, Spagna e, *dulcis in fundo*, Italia.

### Portogallo e Spagna

Nella tabella 7 riportiamo il tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL e delle componenti della domanda in Portogallo.

Nell'arco di tempo considerato il PIL portoghese ha continuato a diminuire. Tutte le voci della domanda interna precipitano a velocità drammatica (in particolare gli investimenti, con l'unica eccezione del terzo trimestre 2012).

L'aspetto più interessante della tabella tuttavia è la dinamica della domanda estera netta, che è decisamente positiva (fa eccezione il quarto trimestre 2012 in cui le esportazioni sono crollate più velocemente di quanto siano cadute le importazioni).

Questa caratteristica è ricorrente nella periferia dell'Eurozona e segnala che il riequilibrio delle partite correnti di questi paesi – la fonte degli squilibri che si sono poi riverberati nella crisi del debito sovrano – è già in atto da tempo.

**TAB. 7. Portogallo: PIL e principali componenti della domanda (tasso di variazione congiunturale annualizzata)**

|                | II-12 | III-12 | IV-12 | I-13  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|
| PIL            | -4.1  | -3.5   | -6.7  | -1.4  |
| Consumo        | -3.8  | -1.1   | -9.1  | -2.8  |
| Investimenti   | -36.7 | 1.4    | -16.4 | -10.6 |
| Spesa pubblica | -3.1  | -6.1   | -2.3  | -4.3  |
| Esportazioni   | -2.7  | 0.2    | -6.8  | 10.6  |
| Importazioni   | -17.8 | 7.2    | -2.1  | -9.5  |

Fonte: OCSE

Le osservazioni precedenti relative al Portogallo si applicano anche al caso spagnolo. La dinamica del PIL (TAB. 8) è negativa in tutto l'orizzonte temporale considerato (e se si risale indietro nella serie si scopre che la recessione è cominciata nel quarto trimestre del 2011). Anche nel caso spagnolo il contributo alla crescita della domanda estera è speculare a quello della domanda interna.

**TAB. 8. Spagna: PIL e principali componenti della domanda (tasso di variazione congiunturale annualizzata)**

|                | II-12 | III-12 | IV-12 | I-13 |
|----------------|-------|--------|-------|------|
| PIL            | -1.5  | -1.3   | -3.1  | -2.1 |
| Consumo        | -4.2  | -2.1   | -7.6  | -1.5 |
| Investimenti   | -11.8 | -4.9   | -14.5 | -4.4 |
| Spesa pubblica | -1.3  | -9.8   | -1.0  | -4.7 |
| Esportazioni   | 7.3   | 21.8   | -3.7  | -5.2 |
| Importazioni   | -5.2  | 11.3   | -17.1 | -6.5 |

Fonte: OCSE

Si segnala il caso del quarto trimestre 2012 in cui il contributo alla crescita della domanda estera netta è decisamente positivo (contrariamente a quanto accade per il Portogallo). Si tratta del frutto paradossalmente positivo della caduta verticale delle importazioni nel trimestre considerato.

La periferia dell'Eurozona – non abbiamo considerato la Grecia, le cui difficoltà congiunturali sono esacerbate per motivi per così dire storici – ha quindi tratti comuni. L'Italia non fa eccezione, come vedremo nella prossima sezione.

### Italia

Nel 2013 l'Italia è entrata nel terzo anno della seconda recessione dell'epoca della Crisi

Finanziaria Globale (cominciata nel 2007). La prima recessione è la variante italiana della Grande Recessione (2008-2009) che ha colpito l'economia mondiale a seguito del fallimento di Lehman. La seconda recessione – iniziata nel terzo trimestre del 2011 – è il frutto del contagio da crisi del debito sovrano nell'Eurozona che ha colpito l'Italia nell'estate del 2011. In mezzo alle due recessioni si trova la breve e illusoria ripresa del 2009-2010.

Nel 2012 il PIL italiano è diminuito in media d'anno del 2.4%. Anche nel primo trimestre del 2013 la flessione è stata del 2.4% in ragione d'anno. Il grafico dei contributi alla crescita (FIG. 8) e la tabella con la dinamica delle voci di spesa (TAB. 9) nel caso dell'Italia riportano alla mente le considerazioni già espresse per Spagna e Portogallo. Nel corso del 2012, consumi e investimenti congiuntamente considerati hanno fornito un contributo costantemente negativo alla crescita la cui dimensione in valore assoluto è compresa nell'intervallo 0.8 – 1%.

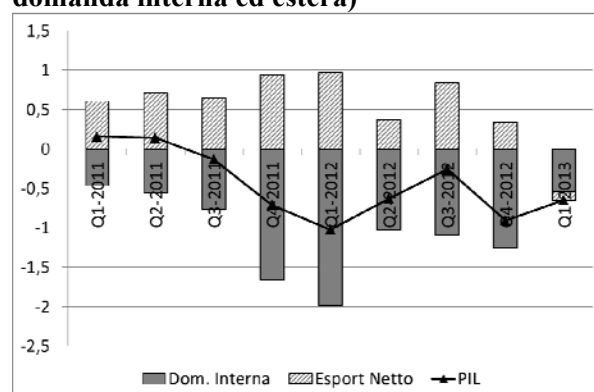
Nello stesso arco temporale le esportazioni nette hanno fornito un contributo positivo alla crescita (il saldo di conto corrente è tornato in avanzo nell'ultimo trimestre del 2012) ma di portata insufficiente a compensare il calo della domanda interna. Nel primo trimestre 2013 anche la domanda estera netta ha fornito un contributo negativo alla crescita del PIL.

Le ragioni della recessione attuale sono note. I consumi riflettono la contrazione del reddito disponibile, la quale a sua volta risente della contrazione dell'occupazione, della dinamica modesta dei salari (+1%, ben al di sotto di quella dell'inflazione) e delle manovre di consolidamento fiscale. Gli investimenti delle imprese sono limitati dalla disponibilità di credito. D'altro canto, la capacità produttiva inutilizzata è alta e le prospettive della domanda finale sono modeste di modo che, anche se la disponibilità di

credito fosse più ampia, sembra irrealistico immaginare un rilancio in grande stile dell'accumulazione di capitale. Gli indicatori del clima di fiducia di famiglie e imprese, infatti, sono storicamente molto bassi.

Tutti i settori – nell'accezione più ampia – hanno registrato contrazioni dell'attività produttiva. Nel corso del 2012 il valore aggiunto del terziario è diminuito di poco più dell'1%, quello delle costruzioni di oltre il 6% e quello dell'industria del 3.5%. La produzione industriale ha registrato variazioni negative in tutti i mesi del 2012 tornando fino al livello del 1990.

**FIG. 8. Italia: PIL (tasso di variazione congiunturale e contributi alla crescita della domanda interna ed estera)**



Fonte OCSE

Il quadro congiunturale è decisamente negativo e non si intravedono spiragli nei prossimi mesi. La previsione di una ripresa a cominciare dalla seconda metà del 2013 è diventata chiaramente irrealistica e dovrà essere rinviata almeno di un semestre.

In questo contesto di contrazione diffusa della domanda aggregata, era inevitabile una riduzione dell'attività sul mercato del lavoro. Nel corso del 2012 sono diminuite dell'1.4% le ore lavorate complessivamente. La diminuzione delle ore lavorate per addetto (-1.1%) – ottenuta mediante la cassa integrazione e un uso più intenso del lavoro part time – ha consentito di limitare la

contrazione degli occupati (-0.3%). La flessione degli occupati è maggiore in agricoltura (-2.7%) e nelle costruzioni (-5.2%) che nel comparto industriale (-1.6%). Nei servizi, invece, l'occupazione è aumentata (+0.7%).

La popolazione attiva è tuttavia aumentata (a fronte del calo dell'occupazione) di modo che il tasso di disoccupazione è aumentato nel corso del 2012 (10.7% contro l'8.4% del 2011). Nella seconda metà del 2012 e nella prima parte del 2013 il tasso di disoccupazione è ulteriormente aumentato e attualmente (l'ultimo dato disponibile è quello di aprile) ha raggiunto il 12%.

**TAB. 9. Italia: PIL e principali componenti della domanda (tasso di variazione congiunturale annualizzata)**

|                | II-12 | III-12 | IV-12 | I-13  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|
| PIL            | -2.5  | -1.0   | -3.6  | -2.6  |
| Consumo        | -3.5  | -4.8   | -3.3  | -1.9  |
| Investimenti   | -5.6  | -4.8   | -6.9  | -12.7 |
| Spesa pubblica | -2.1  | -1.8   | 0.4   | 0.5   |
| Esportazioni   | 2.4   | 4.5    | 0.3   | -7.3  |
| Importazioni   | -2.3  | -6.9   | -4.4  | -6.4  |

Fonte: OCSE

In queste condizioni, la dinamica delle retribuzioni nel 2012 non poteva che essere piuttosto fiacca, (1%, il dato più basso dai primi anni Novanta del secolo scorso). Ma la produttività è diminuita dell'1% per cui il costo del lavoro per unità di prodotto è in realtà aumentato, per l'economia nel suo complesso, del 2% circa. Il tasso di inflazione registrato nel 2012, tuttavia, è stato del 3% (di poco superiore a quello registrato nel 2011). Le retribuzioni reali sono quindi diminuite del 2%.

In questo contesto congiunturale, il quadro di controllo della politica economica si è colorato di incertezza a ridosso delle elezioni politiche di febbraio, che hanno restituito un panorama politico molto frammentato e per certi versi

ingovernabile. Da questa situazione si è usciti con la costituzione dell'esecutivo di "larghe intese" presieduto da Enrico Letta. Capitalizzando lo sforzo di consolidamento fiscale del governo precedente, il nuovo governo ha ottenuto la chiusura della procedura di infrazione per deficit eccessivo e ha intrapreso un'offensiva di persuasione in Europa per l'allentamento dell'austerità imposta dalla crisi del debito sovrano del 2010-2011.

Il governo ha varato un provvedimento di accelerazione dei pagamenti alle imprese da parte della pubblica amministrazione. Mentre scriviamo si discute di alleggerimento della pressione fiscale sulla casa (per il momento è stato sospeso il pagamento della rata di giugno dell'IMU), di eventuale rinvio dell'aumento di un punto percentuale dell'IVA (che dovrebbe entrare in vigore a luglio). E' stato inoltre approvato il cosiddetto "decreto del fare" che contiene una congerie di misure intese a promuovere la crescita.

### 3. Da BRICS...

I paesi emergenti costituiscono mercati di sbocco sempre più importanti per le imprese dei principali paesi a vocazione manifatturiera e esportatrice. Ciò è particolarmente vero per la Germania, le cui imprese hanno saputo sfruttare con grande vigore le opportunità offerte da questi nuovi mercati ma è sempre più vero anche per l'Italia.

Tra i principali paesi emergenti spiccano i BRIC (Brasile, Russia, India e Cina). L'acronimo è stato proposto nel 2001 da Jim O'Neill, un noto economista di Goldman Sachs, e ha avuto molto successo, soprattutto tra gli specialisti di emergenti che lavorano nei fondi di investimento specializzati.

Recentemente è stato aggiunto al gruppo il Sudafrica, per cui oggi si parla di BRICS.



Da due anni ci sono anche incontri periodici dei leader dei BRICS, il più recente si è tenuto nel marzo 2013 a Durban.

O' Neill giustifica l'enucleazione di questi quattro paesi come i più promettenti in termini di potenzialità di crescita sulla base di una classifica determinata dal valore di un indicatore composito denominato GES: Growth Environment Score – che tiene conto sia dell'andamento delle principali variabili macroeconomiche che della dotazione di capitale fisico e umano di un paese.

I BRIC figurano nelle primissime posizioni della classifica del GES.

L'estrapolazione delle tendenze in corso farebbe prevedere un cambiamento epocale dello scenario geo-economico mondiale nel corso dei prossimi 50 anni.

L'accostamento di questi paesi lascia però perplessi: sono infatti diversissimi. L'unico denominatore comune è la dimensione della popolazione. Si tratta infatti di paesi attualmente tra i più popolosi al mondo, anche se c'è un ordine grandezza di differenza tra Cina e India da un lato (con popolazione superiore al miliardo) e Brasile e Russia dall'altro (con popolazione nell'ordine delle centinaia di milioni). La dinamica demografica, però, è molto differenziata. In Russia, ad esempio, la popolazione è addirittura diminuita dopo la fine dell'URSS.

E' evidente che il paese leader di questo gruppo è la Cina, che ha dimostrato una capacità di crescita straordinaria nell'ultimo ventennio, non uguagliata dagli altri membri del gruppo.

In termini di livello del PIL totale, attualmente la Cina è la seconda economia al mondo (dopo gli USA e prima del Giappone). Gli altri BRICS sono decisamente molto più indietro.

Anche in termini di dinamica dell'attività produttiva c'è una notevole eterogeneità. Ciò è dovuto agli eccezionali tassi di crescita della Cina soprattutto negli ultimi venti anni: in termini di

tassi di crescita del PIL (e del PIL pro-capite), la Cina è di gran lunga la prima economia tra i BRICS.

Nel 1990 il PIL pro-capite cinese era poco più di 1500\$ (a parità di potere d'acquisto), più o meno lo stesso livello del PIL pro-capite indiano. Ma la Cina cresce a un tasso decisamente più alto (in media: circa il doppio) rispetto a quello indiano. Pertanto oggi il PIL pro-capite dell'India è circa la metà di quello cinese.

Il PIL pro-capite cinese, pur essendo cresciuto a tassi eccezionali, è attualmente intorno a 7000 \$. E' più o meno lo stesso livello del PIL pro-capite del Brasile e la metà di quello della Russia (che era drammaticamente diminuito dopo il crollo dell'URSS). Il Brasile e soprattutto Russia avevano condizioni di partenza migliori di India e Cina. Essi hanno potuto godere della disponibilità di materie prime e risorse naturali (petrolio e gas naturale per la Russia, risorse minerarie per il Brasile) che invece mancano a India e Cina, le quali domandano aggressivamente questo tipo di prodotti sul mercato mondiale.

Cina e India hanno una vocazione all'export manifatturiero, Brasile e Russia esportano prevalentemente materie prime anche se recentemente anche il Brasile ha scoperto una certa vocazione manifatturiera. C'è comunque un denominatore comune: l'elevatissimo rapporto tra investimenti e PIL (soprattutto per la Cina).

### **...a MIST**

O'Neill ha poi proposto una lista di nuovi emergenti che prenderanno il testimone della crescita dai BRIC.

Si chiamano Next-11 e tra questi emergono quattro paesi con prospettive, a parere di O'Neill e dei suoi colleghi, assolutamente brillanti. Tra questi O'Neill ha enucleato le iniziali del prossimo acronimo di successo.



Si tratta dei MIST: Messico, Indonesia, Sud Corea, Turchia.

L'accostamento non è meno discutibile di quello dei BRIC. Ad esempio la Corea del Sud ha un reddito pro-capite pari al doppio di quello di Messico e Turchia e quasi dieci volte quello dell'Indonesia...

#### **4. Anche l'emersione degli emergenti è una bolla?**

La visione ottimistica di O'Neill e di Goldman Sachs è stata contestata da Ruchir Sharma, economista di Morgan Stanley Investment Management.

In un articolo su Foreign affairs significativamente intitolato «Forget the rise of the rest: the BRICs are crumbling and the new global economic order will look a lot like the old one», Sharma mette in dubbio le “magnifiche sorti e progressive” dei BRICS.

Sharma si aspetta un rallentamento cospicuo (peraltro già in corso) dei BRIC per motivi che sono diversi da paese a paese.

Ad esempio, Sharma fa notare che la Cina ha raggiunto la soglia dei paesi a reddito medio (5000-10000 dollari di reddito pro-capite).

In questa fascia di reddito – significativamente battezzata *middle income trap* – i paesi in fase di decollo economico dimezzano il tasso di crescita dal 10% al 5% per anno. Prima della Cina ci è passato ad esempio il Giappone dagli anni '70 agli anni '80 del secolo scorso.

Ci sono inoltre segnali evidenti di “affaticamento” del modello di crescita cinese.

Secondo alcuni analisti, il pool di forza lavoro a cui l'industria può attingere per sostenere l'occupazione industriale a basso costo si sta esaurendo come dimostra l'avvenuto spopolamento delle campagne e l'esaurirsi dell'urbanizzazione. Si tratta del *Lewis turning*

*point*, dal nome dell'economista dello sviluppo (e vincitore del premio Nobel) Arthur Lewis.

Nel 1954 Lewis presentò un'interpretazione della fase iniziale dello sviluppo industriale in cui gioca un ruolo fondamentale la disponibilità di manodopera a basso costo proveniente dalle campagne e sottoccupata in agricoltura. Questa manodopera alimenta l'urbanizzazione e lo sviluppo dell'industria. I salari nel settore industriale sono quindi inizialmente molto bassi con ricadute positive per le imprese che fanno profitti e spesso li reinvestono per la crescita interna. Il processo di accumulazione dei profitti e di aumento degli investimenti dura finché non si assottiglia il flusso di ex lavoratori agricoli dalle campagne e si crea una spinta all'aumento dei salari. Quando questo flusso si interrompe, viene meno quindi anche il processo di accumulazione dei profitti e del capitale. E' interessante notare che questa prospettiva è stata proposta anche come chiave di lettura della crescita sostenuta dell'Italia negli anni del miracolo economico.

In effetti nell'industria cinese i salari stanno crescendo più rapidamente dei prezzi e della produttività, comportando un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto. La spirale salari-prezzi crea tensioni inflazionistiche. In parallelo sono aumentati i fenomeni di disagio e di protesta sociale.

La capacità di esportare quindi dovrebbe indebolirsi drasticamente, con ripercussioni rilevanti sulla crescita.

Per quanto riguarda India, Brasile e Russia, Sharma mette il dito sulla piaga del “capitalismo di relazione” o clientelare (*crony capitalism*) come elemento di freno allo sviluppo. Vale la pena di osservare che anche il capitalismo di Stato cinese, in un certo senso, è un caso di capitalismo di relazione, dove la nomenclatura di partito che controlla le leve del potere economico e politico è strettamente connessa con i capitalisti emergenti.

Nel caso russo è evidente il ruolo di freno allo sviluppo giocato dalla specializzazione produttiva e internazionale nel settore delle *commodities*, in particolare petrolio e gas naturale.

Il quadro è variegato. C'è consenso sul rallentamento dei BRIC ma gli ottimisti tendono a sottovalutarne gli effetti mentre i pessimisti lo interpretano come il segnale di una potenziale crisi strutturale con arresto dello sviluppo.

## 5. I BRICS nel 2012-13

Dopo aver affrontato le tendenze di lungo periodo e i problemi strutturali di medio periodo, in questo paragrafo zoomiamo – per così dire – sugli andamenti di breve periodo dei principali paesi emergenti.

La Cina è chiaramente in fase di decelerazione. Il tasso di crescita medio annuo del 2012 (7.8%; era superiore al 9% nel 2011) è il più basso dal 1999. Come si evince dalla tabella 10, inoltre, il primo trimestre del 2013 ha segnato un'ulteriore decelerazione, con un tasso di crescita congiunturale annualizzato che si colloca attorno al 6.5%.

**TAB. 10. BRICS: PIL (tassi di variazione congiunturale)**

|            | II-12 | III-12 | IV-12 | I-13 |
|------------|-------|--------|-------|------|
| Brasile    | 0.3   | 0.3    | 0.6   | 0.6  |
| Cina       | 1.9   | 2.1    | 2.0   | 1.6  |
| India      | 0.5   | 0.6    | 1.2   | 0.5  |
| Russia     | -0.4  | 0.7    | 1.8   | ND   |
| Sud Africa | 0.9   | 0.3    | 0.5   | 0.2  |

Fonte: OCSE

In una certa misura questa decelerazione riflette un fenomeno fisiologico di stabilizzazione e riequilibrio della traiettoria di crescita dell'economia cinese, favorito dalle autorità di politica economica. Da un lato sta aumentando – sebbene molto gradualmente – il peso dei servizi

nel PIL cinese (la quota dei servizi sul valore aggiunto complessivo, comunque, è ancora inferiore al 50%). Dall'altro, si sta manifestando una ricomposizione della domanda in favore dei consumi delle famiglie, in modo da ridurre il peso di investimenti e esportazioni nette. I consumi stanno beneficiando dell'aumento del reddito disponibile delle famiglie nelle città, sospinto dal forte incremento dei salari dei lavoratori dell'industria (+14% nel 2012).

Data la decelerazione della domanda, era da attendersi un processo di disinflazione. Il tasso di crescita dei prezzi al consumo è infatti diminuito dal picco del 6.5% toccato a metà del 2011 al 2% circa attuale.

La politica monetaria e quella fiscale hanno mantenuto nel corso del 2012 un'intonazione moderatamente espansiva. Le autorità accettano e favoriscono il rallentamento della crescita ma temono, evidentemente, un brusco atterraggio dell'economia cinese.

Anche in India l'attività economica è rallentata in misura sensibile. Il PIL è cresciuto mediamente al 5,1 per cento nel 2012 (contro il 7,3 nel 2011). Nel primo trimestre del 2013 la crescita è valutabile nel 2% in ragione d'anno (si veda ancora la tabella 10). La domanda interna è in fase nettamente riflessiva e anche il contributo della domanda estera netta alla crescita è modesto.

La decelerazione ha colto di sorpresa il governo che ha sovrastimato notevolmente la crescita nel quinquennio che si è concluso col 2012. Le autorità hanno intrapreso uno sforzo di modernizzazione del contesto istituzionale e infrastrutturale per favorire la crescita. La politica monetaria è di impostazione accomodante per accompagnare l'aggiustamento strutturale. Non ci sono invece margini rilevanti per un'ulteriore espansione fiscale a fronte di un disavanzo pubblico che si aggira già attorno all'8% del PIL.



Anche in Russia assistiamo ad un rallentamento. Nel 2012 il tasso di crescita del PIL si è attestato al 3.4% contro il 4,3% del 2012. Dalla tabella 10 emerge una certa erraticità della dinamica ciclica. Il Brasile è attualmente il vero *sick man* dei BRIC. Il tasso di crescita medio annuo del 2012 è stato inferiore all'1% (era di poco inferiore al 3% nel 2011). Come si evince dalla tabella 10, il primo trimestre del 2013 è stato caratterizzato da un incremento del 2.4% in ragione annua. L'arresto virtuale della crescita riflette la dinamica piuttosto deludente (ed erratica) degli investimenti (TAB.11).

Quello brasiliano è un caso di decelerazione della crescita (fin dal 2011) che ha attirato l'attenzione dei commentatori. La spiegazione della decelerazione può avere motivazioni di breve periodo, tra gli altri l'apprezzamento del *real* a seguito dei massicci afflussi di capitale dall'estero, che ha penalizzato le esportazioni.

**TAB. 11. BRICS: investimenti (tassi di variazione congiunturale)**

|            | II-12 | III-12 | IV-12 | I-13 |
|------------|-------|--------|-------|------|
| Brasile    | -1.5  | -1.6   | 1.3   | 4.6  |
| Cina       | ND    | ND     | ND    | ND   |
| India      | -0.5  | 1.1    | 1.6   | 0.8  |
| Russia     | 2.3   | 0.0    | 0.5   | ND   |
| Sud Africa | 1.3   | 1.4    | 1.0   | ND   |

Fonte: OCSE

Il passaggio da Lula a Rouseff non è stato indolore e la nuova presidenza deve fare i conti con l'arresto di un modello di sviluppo (Cardoso-Lula) considerato di successo. Ma non è da escludere che la decelerazione sia strutturale, ossia che anche il Brasile sia finito in una trappola dell'emersione dal sottosviluppo.

## 2. LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE E DELLA FED\*

### 1. La politica monetaria nell'Eurozona

All'interno del contesto europeo caratterizzato – in media – dal proseguimento della fase recessiva, la politica monetaria della BCE nel corso del primo semestre è risultata decisamente accomodante. Tale politica ha seguito, come lo scorso anno, tre direttrici: l'intervento sul tasso ufficiale, la politica permissiva della liquidità e, per quanto riguarda il debito sovrano, l'impegno all'uso delle misure OMT (acquisto di titoli per ammontare illimitato) in caso di paesi in difficoltà, per effetto del manifestarsi del cosiddetto “rischio di denominazione”.

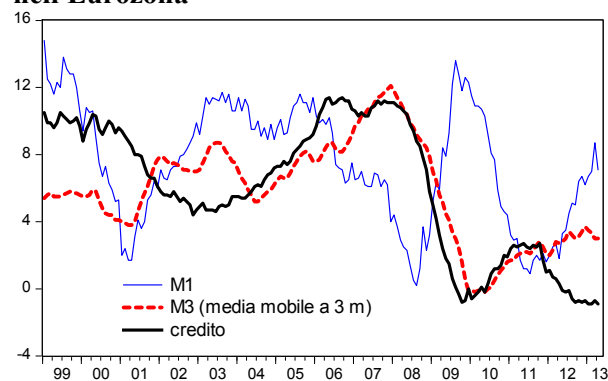
Le scelte della BCE sono state in gran parte ispirate dallo scopo di rafforzare la resistenza delle banche dell'Eurozona ed incrementare i loro impieghi nei confronti dell'economia reale. Come ha ricordato Draghi in occasione dell'*International Monetary Conference* svoltasi a Shanghai a giugno 2013, questo ambizioso obiettivo può essere però raggiunto solo se agli interventi di politica monetaria si aggiungeranno convincenti programmi di risanamento dei bilanci e riforme fiscali e strutturali di rilievo. In questo scenario, Draghi ha dichiarato che la BCE continuerà comunque a garantire la stabilità dei prezzi nell'area euro, mantenendo saldamente la sua indipendenza ed adattando i suoi strumenti di policy alle diverse sfide che si presenteranno.

### La riduzione del tasso ufficiale del 2 maggio 2013

Il valore del tasso ufficiale (Repo) nel luglio 2012 era stato fissato allo 0,75% ma, dopo 10 mesi, il 2 maggio 2013 è stato ridotto di 25 punti base. In

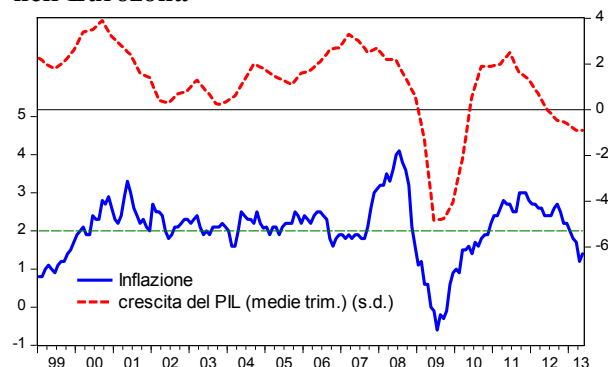
questo periodo, l'economia dell'Eurozona è stata caratterizzata da un incremento del tasso di disoccupazione, da una notevole volatilità dei prezzi delle materie prime e da una percezione del rischio crescente da parte delle banche. Nel contempo, si è assistito a un forte contenimento nella crescita degli aggregati, in particolare del credito al settore privato (FIG. 1), in presenza di un'inflazione inferiore all'obiettivo di medio periodo del 2% e di una bassa crescita del PIL (FIG. 2).

**FIG. 1: La crescita degli aggregati monetari nell'Eurozona**



Fonte: BCE.

**FIG. 2: La crescita di PIL e inflazione nell'Eurozona**



Le più recenti proiezioni della BCE su crescita e inflazione non si discostano molto dai precedenti

\* A cura di Giovanni Verga e Maria-Gaia Soana.

valori resi pubblici a marzo: modesta ripresa della crescita nel 2014 e inflazione sotto la soglia del 2% (TAB. 1)

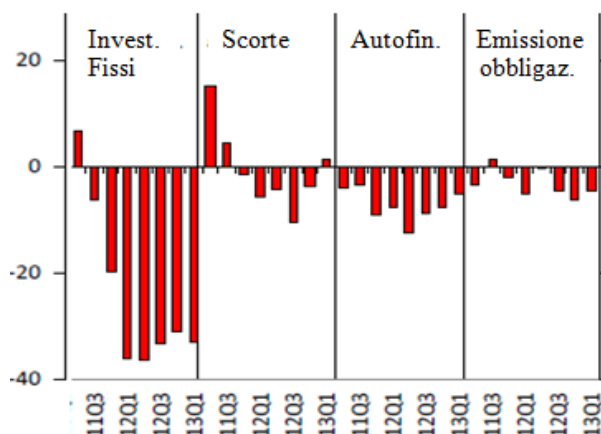
**TAB. 1: Le proiezioni della BCE**

|            | 2013               | 2014             |
|------------|--------------------|------------------|
| PIL        |                    |                  |
| giu 2013   | -0,6 [-1,0 – -0,2] | +1,1 [0,0 – 2,2] |
| mar 2013   | -0,5 [-0,9 – -0,1] | +1,0 [0,0 – 2,0] |
| inflazione |                    |                  |
| giu 2013   | +1,4 [1,3 – 1,5]   | +1,3 [0,7 – 1,9] |
| mar 2013   | +1,6 [-1,0 – -0,2] | +1,3 [0,6 – 2,0] |

Fonte: BCE.

Il credito erogato alle imprese si è ulteriormente ridotto nel primo trimestre 2013, a fronte di un notevole calo della domanda riconducibile in gran parte al crollo degli investimenti fissi (FIG. 3).

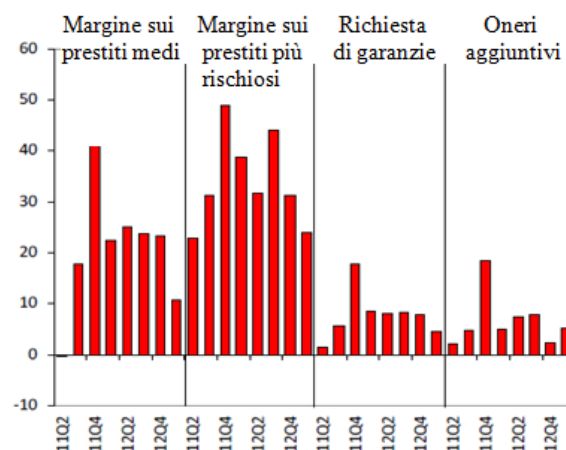
**FIG. 3: Fattori che influenzano la variazione della domanda di credito da parte delle imprese nell'Eurozona**



Fonte: BCE (BLS); l'ultima informazione si riferisce al primo trimestre 2013

Il costo del credito si è mantenuto decisamente elevato, anche se la tendenza all'aumento si è ridotta nel primo trimestre del 2013 (FIG. 4).

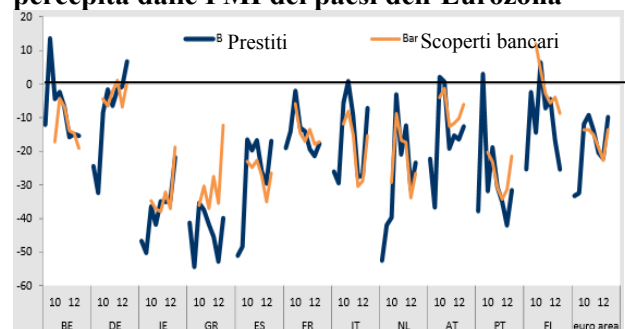
**FIG. 4: Variazioni delle condizioni praticate alle imprese finanziate nell'Eurozona (irrigidimento)**



Fonte: BCE (BLS); l'ultima informazione si riferisce al primo trimestre 2013

Come emerge dal recente sondaggio sull'accesso al credito delle PMI, nell'Eurozona (FIG. 5) è anche peggiorata la percezione delle aziende di piccole e medie dimensioni rispetto alla disponibilità di credito.

**FIG. 5: Variazione nella disponibilità di credito percepita dalle PMI dei paesi dell'Eurozona**



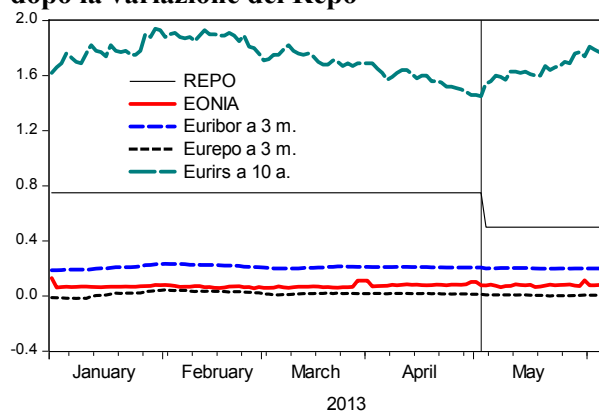
Fonte: BCE (SME access to finance survey); l'ultima informazione si riferisce al semestre ottobre 2012 – marzo 2013

In questo contesto, il 2 maggio 2013 la BCE ha annunciato la riduzione del tasso di riferimento di 25 punti base, portando il tasso ufficiale al suo minimo storico dello 0,50%, mantenuto inalterato nel mese successivo. Contestualmente è stata

ridotta l'ampiezza del corridoio dei tassi (da 75 a 50 punti base).

Come appare dalla FIG. 6, la notizia della riduzione del Repo non ha però avuto alcun effetto sui tassi di mercato, che non hanno potuto reagire alla manovra perché erano già ai loro livelli minimi. La riduzione del Repo annunciata il 2 maggio 2013, e presa a larga maggioranza, era in parte prevedibile. Nella conferenza stampa di aprile, infatti, il governatore Draghi aveva per la prima volta dichiarato che la BCE avrebbe monitorato attentamente (*monitor very closely*) tutte le nuove informazioni di tipo economico e monetario, valutandone l'impatto sulla stabilità dei prezzi, espressione che normalmente indica la possibilità di una prossima manovra sui tassi.

**FIG. 6: Eurozona: i tassi d'interesse prima e dopo la variazione del Repo**



Fonte: BCE, EONIA, Euribor, Eurepo, Eurirs

La TAB. 2 riporta un estratto sintetico dei contenuti delle conferenze del governatore Draghi tenutesi tra marzo e giugno 2013, con particolare riferimento ai seguenti aspetti: pressioni inflazionistiche nell'orizzonte temporale di riferimento, dinamiche monetarie e creditizie, aspettative inflazionistiche nel medio-lungo termine, settore reale, giudizio sulla politica monetaria e suo futuro orientamento.

Nella successiva riunione del 6 giugno 2013 il

tasso ufficiale è rimasto invariato, anche se da taluni era attesa un'ulteriore riduzione del Repo. Alla base di tali aspettative c'era anche il contenuto del comunicato di maggio del governatore, che – ancora una volta – aveva dichiarato che la BCE avrebbe monitorato attentamente (*monitor very closely*) tutte le nuove informazioni di tipo economico e monetario, valutandone l'impatto sulla stabilità dei prezzi. In effetti, durante la conferenza stampa di maggio, il presidente Draghi, nella sua prima risposta ai giornalisti, aveva sottolineato che per apprezzare compiutamente la forza espansiva della decisione di politica monetaria occorre non solo guardare alla riduzione del Repo (misura “standard”), ma anche alla decisione (misura “non standard”) di mantenere, almeno fino alla metà del 2014, i finanziamenti alle banche “a tasso fisso e pieno soddisfacimento della domanda”.

**TAB. 2: Conferenze stampa del Presidente: principali contenuti**

| <b>Pressioni inflazionistiche nell'orizzonte temporale di riferimento</b>                                                                                                                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| marzo, aprile, maggio, giugno: <i>contenute/sottotono</i>                                                                                                                                       |
| <b>Dinamiche monetarie e creditizie</b>                                                                                                                                                         |
| marzo, aprile, maggio, giugno: <i>contenute/sottotono</i>                                                                                                                                       |
| <b>Aspettative inflazionistiche nel medio-lungo termine</b>                                                                                                                                     |
| marzo, aprile, maggio, giugno: <i>saldamente ancorate, in linea con l'obiettivo</i>                                                                                                             |
| <b>Settore reale</b>                                                                                                                                                                            |
| marzo, aprile, maggio: <i>debole</i><br>giugno: <i>alcuni miglioramenti</i>                                                                                                                     |
| <b>Forza della politica monetaria</b>                                                                                                                                                           |
| marzo: <i>rimane accomodante</i><br>aprile e maggio: <i>rimarrà accomodante finché necessario</i><br>giugno: <i>l'orientamento accomodante supporta le prospettive di un recupero economico</i> |
| <b>Orientamenti per il futuro</b>                                                                                                                                                               |
| marzo: <i>monitoriamo attentamente tutte le nuove informazioni</i><br>aprile, maggio, giugno: <i>monitoriamo molto attentamente tutte le nuove informazioni</i>                                 |

Fonte: comunicati stampa (nostra sintesi e traduzione)

D'altro canto, anche le rilevazioni di *bfinance* precedenti alla riunione della BCE di maggio 2013 avevano evidenziato aspettative di riduzione del tasso ufficiale, come emerge dalla TAB. 3.

**TAB. 3: Previsioni di consensus di *bfinance***

| data        | previsione a: | Media | Mediana | Max. | Min. |
|-------------|---------------|-------|---------|------|------|
| feb<br>2013 | 2m            | 0,69  | 0,75    | 0,75 | 0,50 |
|             | 5m            | 0,69  | 0,75    | 0,75 | 0,50 |
| mar<br>2013 | 2m            | 0,72  | 0,75    | 0,75 | 0,50 |
|             | 5m            | 0,72  | 0,75    | 0,75 | 0,50 |
| apr<br>2013 | 2m            | 0,69  | 0,75    | 0,75 | 0,50 |
|             | 5m            | 0,69  | 0,75    | 0,75 | 0,50 |
| mag<br>2013 | 2m            | 0,53  | 0,50    | 0,75 | 0,50 |
|             | 5m            | 0,50  | 0,50    | 0,75 | 0,25 |
| giu<br>2013 | 2m            | 0,43  | 0,50    | 0,50 | 0,25 |
|             | 5m            | 0,40  | 0,50    | 0,50 | 0,25 |

Fonte: *bfinance*

Draghi aveva poi sottolineato come nei giorni successivi la BCE avrebbe certamente guardato ai nuovi dati e come essa fosse “pronta ad agire se necessario”, e ciò aveva immediatamente determinato un improvviso rialzo del prezzo del future sull'Euribor a 3 mesi.

In questo contesto, è però importante rilevare come, in presenza di un tasso ufficiale particolarmente basso come quello odierno, diventi sempre meno rilevante un suo ulteriore abbassamento. A questo proposito, non si deve dimenticare che i comunicati della BCE sono tradizionalmente molto più informativi in caso di intenzioni di aumento che di riduzione dei tassi (si pensi, per esempio, all'uso segnaletico dell'espressione *strong vigilance*). A questo si aggiunga che la situazione attuale è anomala, con i tassi di mercato che, data l'abbondante liquidità, si adeguano più ai movimenti della fascia inferiore del “corridoio” (attualmente pari a zero) che al Repo.

### Le ragioni della riduzione del Repo

In condizioni normali, la decisione di ridurre il tasso ufficiale è fondata sull'ipotesi della Banca

Centrale che il livello del complessivo dei tassi di mercato non sia coerente con gli obiettivi di politica monetaria (stabilità dei prezzi e crescita). A maggio 2013, però, dopo la riduzione del Repo, i tassi di mercato sono rimasti invariati.

La prima osservazione da fare a questo proposito è che, diversamente da quanto era accaduto del periodo maggio 2009 – marzo 2011, con il Repo stabilmente mantenuto a un minimo dell'1%, le condizioni di finanziamento delle banche dei diversi paesi dell'Eurozona si sono notevolmente diversificate in seguito alla crisi del debito sovrano. Ne è conseguito che i tassi di mercato hanno perso parte della loro capacità segnaletica relativamente al costo di finanziamento del sistema bancario dei vari paesi e, di conseguenza, anche relativamente alle condizioni di erogazione del credito: si guardi, per esempio, alla caduta delle transazioni delle banche italiane sull'interbancario (TAB. 4).

**TAB. 4: L'evoluzione del valore delle transazioni dell'Interbancario in Italia**

|      | O/N    | T/N   | Spot<br>next | 1set. | 1m. | 3m. | Altre | Totale |
|------|--------|-------|--------------|-------|-----|-----|-------|--------|
| 1999 | 9.618  | 2.199 | 877          | 453   | 148 | 56  | 778   | 14.129 |
| 2000 | 11.916 | 2.103 | 575          | 450   | 147 | 53  | 491   | 15.736 |
| 2001 | 12.079 | 1.679 | 500          | 394   | 177 | 55  | 478   | 15.363 |
| 2002 | 14.050 | 1.755 | 551          | 354   | 219 | 69  | 584   | 17.582 |
| 2003 | 15.307 | 1.390 | 266          | 215   | 142 | 66  | 393   | 17.779 |
| 2004 | 18.642 | 871   | 133          | 203   | 154 | 77  | 438   | 20.517 |
| 2005 | 19.331 | 1.101 | 244          | 192   | 114 | 112 | 729   | 21.821 |
| 2006 | 21.363 | 1.060 | 246          | 294   | 111 | 63  | 1.071 | 24.207 |
| 2007 | 20.557 | 815   | 89           | 260   | 101 | 78  | 464   | 22.363 |
| 2008 | 11.790 | 580   | 57           | 223   | 108 | 54  | 571   | 13.383 |
| 2009 | 4.899  | 115   | 15           | 102   | 51  | 21  | 216   | 5.420  |
| 2010 | 4.764  | 78    | 18           | 54    | 14  | 7   | 155   | 5.090  |
| 2011 | 4.344  | 81    | 5            | 33    | 21  | 4   | 199   | 4.687  |
| 2012 | 2.507  | 42    | 8            | 29    | 5   | 2   | 100   | 2.692  |

Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2012

La decisione presa dalla BCE di continuare a mantenere sulle sue operazioni di finanziamento il tasso fisso con *full allotment* rappresenta, quindi,

un’“assicurazione” di liquidità per i sistemi bancari di tutti i paesi, compresi quelli dove le banche hanno i maggiori problemi di raccolta. Come sottolineato da Draghi, almeno da questo punto di vista le banche non possono avere remore per la concessione di prestiti alla clientela.

La combinazione delle due misure (standard e non-standard) serve, secondo il Presidente, ad assicurare la regolare trasmissione della politica monetaria ai mercati; allo stesso tempo, la diminuzione del Repo riduce il costo della liquidità per le banche che non hanno facile accesso all’interbancario e per quelle banche che, sotto l’ELA (*Emergency Liquidity Assistance*), hanno restrizioni relativamente all’impiego di collaterale.

La tabella 5 mostra un esempio di come esista un’eterogeneità tra i sistemi bancari dei vari paesi relativamente alle operazioni sulla liquidità.

**TAB. 5: Ammontare delle operazioni sulla liquidità: Eurozona Italia (mld. di euro)**

|                                                          | 8 dic.<br>2010 -<br>14 giu.<br>2011 | 15 giu.<br>2011 -<br>13 dic.<br>2011 | 14 dic.<br>2011 -<br>2 giu.<br>2012 | 13 giu.<br>2012 -<br>11 dic.<br>2012 | 12 dic.<br>2012 -<br>7 mag.<br>2013 |
|----------------------------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|
| <b>Operazioni di rifinanziamento principali</b>          |                                     |                                      |                                     |                                      |                                     |
| Area euro                                                | 139,7                               | 180,6                                | 91,9                                | 118,1                                | 113,0                               |
| Italia                                                   | 8,5                                 | 36,1                                 | 23,2                                | 6,6                                  | 7,2                                 |
| % Italia                                                 | 6,1                                 | 20,0                                 | 25,3                                | 5,6                                  | 6,3                                 |
| <b>Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine</b> |                                     |                                      |                                     |                                      |                                     |
| Area euro                                                | 321,5                               | 364,8                                | 904,0                               | 1065,2                               | 882,3                               |
| Italia                                                   | 29,7                                | 54,5                                 | 214,7                               | 270,6                                | 265,2                               |
| % Italia                                                 | 9,2                                 | 14,9                                 | 23,7                                | 25,4                                 | 30,1                                |
| <b>Depositi overnight presso l'Eurosistema</b>           |                                     |                                      |                                     |                                      |                                     |
| Area euro                                                | 34,2                                | 142,9                                | 633,7                               | 366,4                                | 166,5                               |
| Italia                                                   | 0,5                                 | 1,3                                  | 13,9                                | 3,0                                  | 2,6                                 |
| <b>Riserve in eccesso</b>                                |                                     |                                      |                                     |                                      |                                     |
| Area euro                                                | 1,5                                 | 3,0                                  | 4,7                                 | 355,7                                | 303,9                               |
| Italia                                                   | 0,0                                 | 0,1                                  | 0,1                                 | 13,4                                 | 19,4                                |
| <b>Liquidità totale</b>                                  |                                     |                                      |                                     |                                      |                                     |
| Area euro                                                | 35,7                                | 145,9                                | 638,4                               | 722,1                                | 470,4                               |
| Italia                                                   | 0,5                                 | 1,4                                  | 14,0                                | 16,4                                 | 22,0                                |
| % Italia                                                 | 1,4                                 | 1,0                                  | 2,2                                 | 2,3                                  | 4,7                                 |

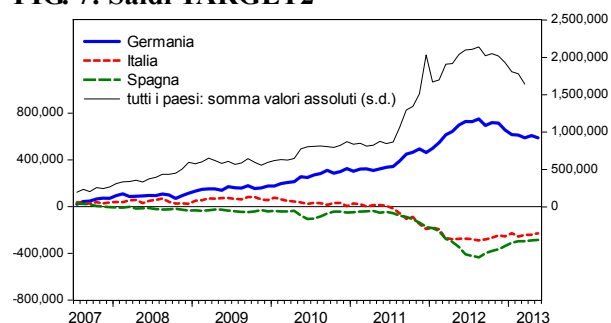
Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2012

L'Italia, il cui peso, misurato in termini di PIL, è circa il 17% dell'Eurozona, ha una quota molto più alta di finanziamenti “a più lungo termine” e molto più bassa di liquidità disponibile presso la BCE.

Analogamente, la figura 7 mostra come i saldi del sistema TARGET2 fossero aumentati a partire dalla seconda metà del 2011 in concomitanza con l’amplificarsi della crisi del debito sovrano.

I dati più recenti dimostrano tuttavia come la diffomità tra le condizioni finanziarie dei vari paesi dell'Eurozona (in palese contrasto con il concetto stesso di politica monetaria “unica”) stia riducendosi; ciò anche grazie agli interventi presi dalla BCE sotto la presidenza di Draghi. Gli squilibri dei saldi di TARGET2 si sono parzialmente ridotti; inoltre – come si vedrà più avanti – anche i differenziali rispetto alla Germania dei rendimenti dei titoli decennali del debito sovrano dei paesi sotto stress si sono ridotti.

**FIG. 7: Saldi TARGET2**



Fonte: Euro Crisis Monitor, Institute of Empirical Economic Research, Osnabrück University; miliardi di euro

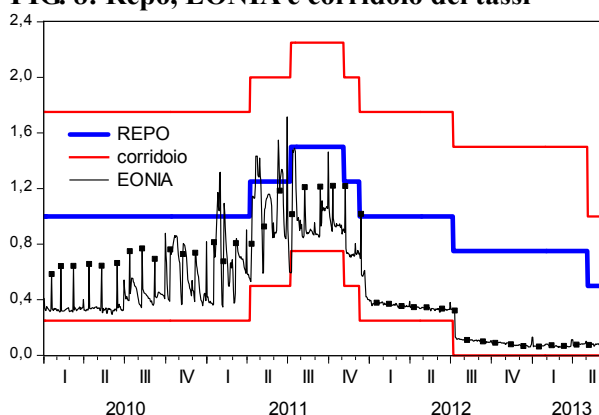
## 2. I tassi di mercato

Dalla seconda metà del 2012 l'EONIA, tasso molto rilevante per le banche che si finanziano sull’interbancario, si muove su un sentiero di poco superiore allo zero, in vicinanza del limite inferiore del corridoio dei tassi (il rendimento dei

depositi overnight presso la BCE), che è rimasto su un livello nullo anche dopo l'ultima manovra (FIG. 8). Come già ricordato in precedenza, il provvedimento del 2 maggio, che ha abbassato il Repo da 75 a 50 punti base, ha infatti stabilito anche la riduzione dell'ampiezza del corridoio da  $\pm 75$  a  $\pm 50$  punti base.

Dalla figura 8 emerge anche come da gennaio 2012 la volatilità dell'overnight si sia nettamente ridotta. Ciò è dovuto sia al fatto che la liquidità è sempre stata abbondante e stabile, sia alla decisione del dicembre 2011 di accantonare le operazioni di assorbimento di liquidità (con scadenza 1 giorno), in precedenza attivate nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.

**FIG. 8: Repo, EONIA e corridoio dei tassi**



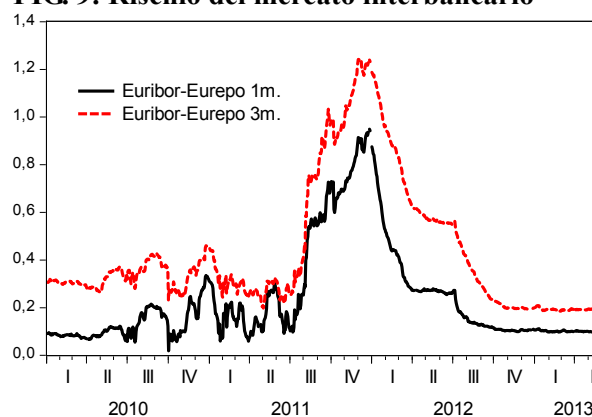
Fonte: EONIA, BCE (il quadratino indica il valore dell'EONIA nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento)

Queste operazioni, infatti, se da un lato riducevano il costo della liquidità eccedente, dall'altro generavano tensioni sul mercato overnight per la diminuzione dell'offerta di fondi inoperosi offerti sull'interbancario. Dopo la sospensione delle suddette operazioni, sono scomparsi i picchi del differenziale tra Eonia e Repo di fine periodo di mantenimento. In ogni caso, lo stesso restringimento del corridoio dei

tassi deciso lo scorso maggio rappresenta una garanzia che d'ora in poi le massime potenziali fluttuazioni dell'EONIA saranno minori rispetto al passato.

Il rischio del mercato interbancario, quantificato dal differenziale Euribor-Eurepo, che era salito in corrispondenza al picco della crisi del debito sovrano, si è decisamente ridotto nel 2013, anche se il suo attuale livello non è del tutto trascurabile (FIG. 9).

**FIG. 9: Rischio del mercato interbancario**



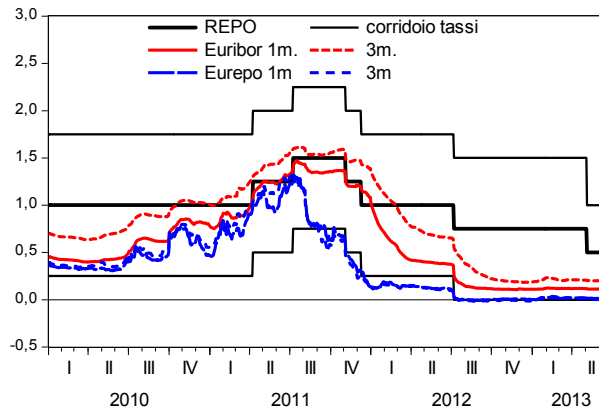
Fonte: Eurepo, Euribor

L'Euribor e l'Eurepo (FIG. 10) continuano a muoversi su livelli di minimi storici dopo la riduzione del Repo da 100 a 75 punti base decisa lo scorso anno. Le cause di questo andamento sono il basso livello del tasso ufficiale (con l'azzeramento del limite inferiore del corridoio dei tassi), l'elevata liquidità conseguente alla politica molto espansiva della BCE e, per quanto riguarda l'Euribor, anche la riduzione del rischio del mercato interbancario.

La figura 11 mostra infatti come, fatta salva l'influenza sul differenziale tra il tasso interbancario garantito e tenendo presente il limite inferiore corridoio dei tassi e del limite inferiore dello 0%, esiste una significativa specularità tra l'andamento del valore della liquidità complessiva

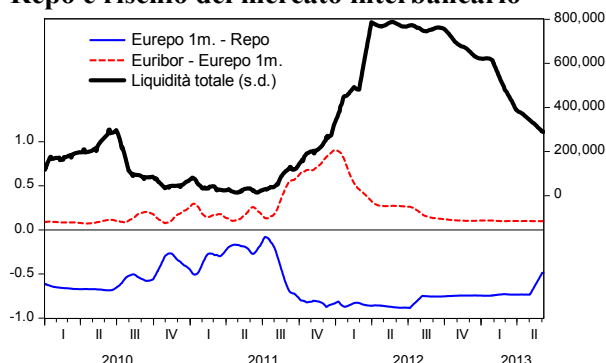
del sistema bancario e il differenziale tra tasso del mercato interbancario il Repo.

**FIG. 10: Repo, corridoio dei tassi e interbancario**



Fonte: Eurepo, Euribor e BCE

**FIG. 11: Liquidità, differenziale tra Eurepo e Repo e rischio del mercato interbancario**



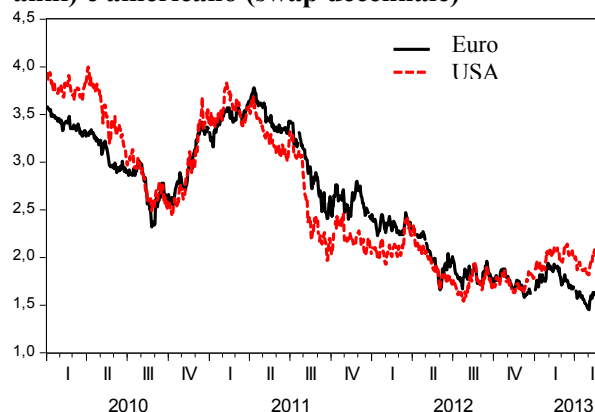
Fonte: Eurepo, Euribor e BCE e nostre elaborazioni; la liquidità è misurata in mln di euro

Dalla figura emerge anche che la domanda di liquidità segue l'andamento del rischio del mercato interbancario: dopo la diminuzione del differenziale tra Euribor ed Eurepo, si è assistito negli ultimi mesi anche ad un ridimensionamento della liquidità.

Anche il tasso interbancario a lunga scadenza, l'Eurirs decennale – importante benchmark per la remunerazione del credito bancario a lungo

termine sulle operazioni non indicizzate – si muove su valori particolarmente ridotti (FIG.12), grazie anche alla politica della Fed volta a mantenere basso il tasso a lunga americano che notoriamente esercita una notevole influenza sui movimenti di quello europeo.

**FIG. 12: Tasso a lunga europeo (Eurirs a 10 anni) e americano (swap decennale)**



Fonte: Eurirs e Fed

### La politica monetaria non-standard: liquidità e interventi a favore del debito sovrano

Come già sostenuto in precedenza a proposito della valutazione dei provvedimenti del 2 maggio scorso, la Banca Centrale Europea ha di nuovo ribadito la sua intenzione di fornire al sistema bancario tutta la liquidità da esso demandata.

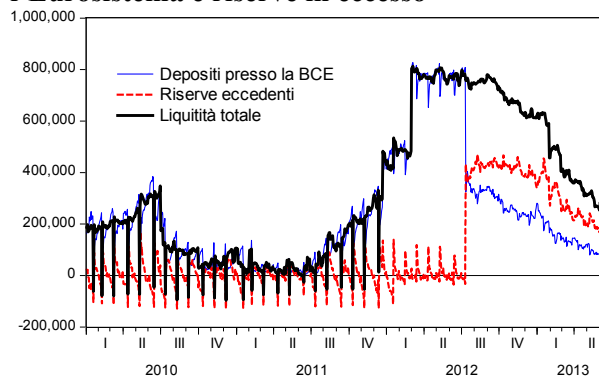
In particolare, per quanto riguarda i prossimi mesi, il Consiglio Direttivo ha stabilito di continuare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali (MRO) a tasso fisso e a garantire la completa soddisfazione delle domande, almeno fino all'8 luglio 2014. Tale procedura resterà in vigore anche per le operazioni di rifinanziamento speciali con durata pari al periodo di mantenimento della riserva obbligatoria, e il cui tasso sarà pari a quello delle MRO. Nella stessa riunione è stato infine deciso di condurre, fino alla metà del 2014, tre



operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO), sempre a tasso fisso e a piena soddisfazione della domanda.

Negli ultimi mesi, comunque, la flessione delle tensioni nell'interbancario e nel mercato del debito sovrano, sommata al fatto che i depositi presso l'Eurosistema hanno ora rendimento nullo, ha portato ad una riduzione della domanda di liquidità nel complesso della zona-Euro (FIG. 13) che si è ridotta a circa 1/3 rispetto ai massimi del 2012.

**FIG. 13: Liquidità totale, depositi presso l'Eurosistema e riserve in eccesso**



Fonte: BCE; dati in mln di euro.

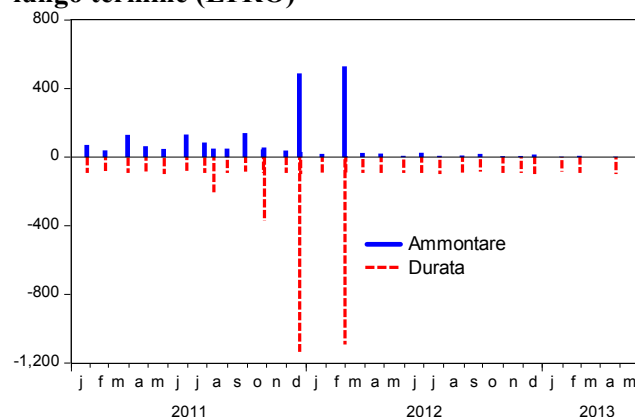
Questa diminuzione ha riguardato soprattutto i depositi presso l'Eurosistema ed è in atto da quando la loro remunerazione è stata annullata. Nel caso in cui il loro rendimento dovesse diventare negativo, questi depositi semplicemente verrebbero eliminati per dar luogo a riserve in eccesso.

La minor domanda di finanziamenti si rileva anche dalla figura. 14, che riporta l'evoluzione nel tempo dell'ammontare complessivo richiesto dal sistema bancario durante le operazioni a più lunga scadenza (LTRO): nel 2013 i valori sono risultati relativamente modesti.

Per quanto riguarda il debito sovrano, si deve ricordare che il 6 settembre 2012 il Consiglio Direttivo della BCE aveva dichiarato la sua

disponibilità ad effettuare sul mercato secondario acquisti dei titoli di stato di un paese nel caso in cui lo spread tra il loro rendimento e quello dei titoli tedeschi fosse salito a un livello ingiustificato.

**FIG. 14: Domanda di finanziamento a più lungo termine (LTRO)**



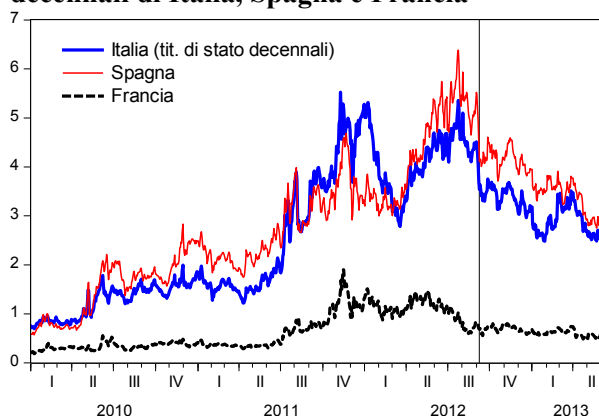
Fonte: BCE; dati in mld di euro; la durata delle corrispondenti operazioni, espressa in giorni, corrisponde alle linee tratteggiate.

Queste operazioni di acquisto di titoli di stato a titolo definitivo sul mercato secondario (*Outright Monetary Transactions OMT*) avevano lo scopo di ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria salvaguardandone il principio di unicità. Secondo la Banca Centrale, tale principio era stato messo in pericolo dalle condizioni distorte sul mercato dei titoli sovrani di alcuni Paesi, che si ripercuotevano negativamente sul costo di finanziamento del sistema bancario e sull'offerta di prestiti alla clientela. L'idea era quella di ridurre la componente di rischio percepito dai detentori dei titoli di stato di un certo paese nel caso la BCE lo ritenesse ingiustificato.

Nonostante le polemiche che hanno accompagnato questa decisione, la notizia della disponibilità della BCE ad effettuare le OMT ha

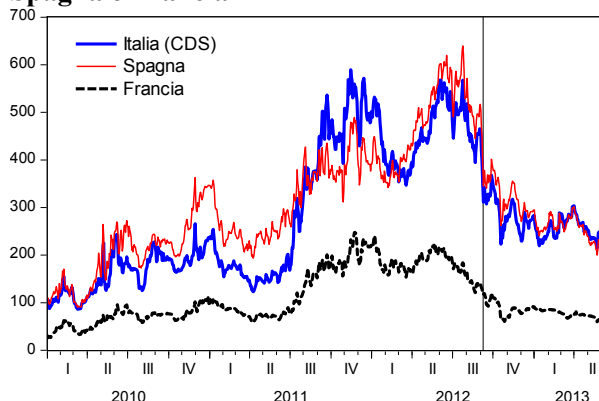
effettivamente avuto un effetto calmieratore sui mercati, soprattutto se si considera che, dopo l'annuncio, la Banca Centrale non ha neppure avuto la necessità di dare effettivamente luogo a queste operazioni. Sia gli spread dei rendimenti decennali rispetto alla Germania, sia i rendimenti dei CDS (FIGG. 15 e 16) si sono significativamente ridotti dal settembre 2012.

**FIG. 15: Spread sovrano (rispetto alle Germania) del rendimento dei titoli di stato decennali di Italia, Spagna e Francia**



Fonte: Bloomberg; la linea verticale indica il 2-09-2013

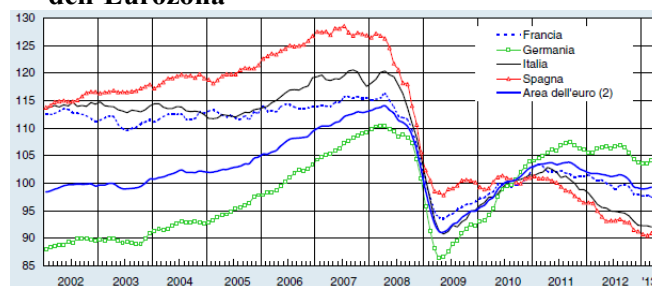
**FIG. 16: Spread (rispetto alla Germania) del CDS sui titoli di stato decennali di Italia, Spagna e Francia**



Fonte: Bloomberg; la linea verticale indica il 2-09-2013; i valori sono espressi in millesimi

Questo provvedimento, ridando fiducia agli investitori, ha consentito ai mercati del debito sovrano di passare indenni il periodo della crisi di Cipro e di attenuare quel differenziale legato alla diversa evoluzione delle economie che compongono l'Eurozona (FIG. 17). La rilevanza positiva della decisione dell'Eurosistema sulle OMT emerge anche dalla già citata figura 7, che mostra come, a partire dal settembre 2012, i saldi del TARGET2 siano stati più equilibrati.

**FIG. 17: Produzione industriale nei paesi dell'Eurozona**



Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2012

### 3. Ridotti i rischi, il pericolo è cessato?

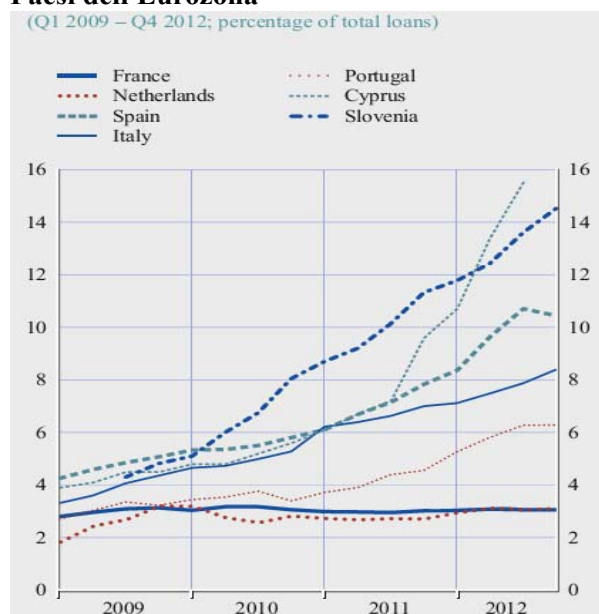
Nonostante questa riduzione del rischio, è però opinione della BCE che il sistema bancario resti ancora debole e soprattutto segmentato tra i diversi paesi dell'Eurozona.

I rischi, identificati dalla BCE nel maggio 2013, e che potrebbero compromettere la stabilità dell'Eurozona, sono essenzialmente quattro: la riduzione della redditività delle banche, le ulteriori tensioni sul mercato del debito sovrano, le difficoltà di *funding* degli intermediari dei Paesi in difficoltà e la rivalutazione dei premi per il rischio nei mercati globali.

Sotto il primo profilo, la BCE teme un calo del reddito delle banche, legato all'aumento delle perdite su crediti ed alla congiuntura macroeconomica negativa. In questo contesto, la discreta patrimonializzazione di numerosi

intermediari, frutto degli sforzi fatti nel passato per elevare il capitale regolamentare, rappresenta un solido cuscinetto contro possibili future perdite. In generale, va sottolineato come nelle banche dell'Eurozona la qualità del credito rimanga decisamente variegata, anche fra paese e paese. Ad oggi appaiono particolarmente vulnerabili le banche che hanno registrato un deterioramento della qualità degli asset, caratterizzate da livelli crescenti di *non-performing loans* (NPL). A livello geografico, a fine 2012 il NPL ratio, calcolato come rapporto tra i prestiti *non performing* ed il totale dei prestiti, si presentava particolarmente elevato a Cipro, in Slovenia, in Spagna, in Italia ed in Portogallo, ma, basso in Francia (FIG.18).

**FIG. 18: *Non performing loan ratios in alcuni Paesi dell'Eurozona***



Fonte: Banca Centrale Europea su dati delle banche Centrali nazionali e dell'IMF Financial Soundness Indicators.

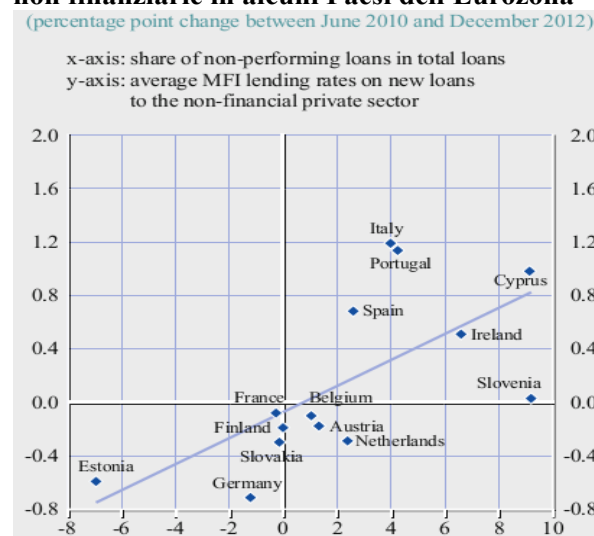
Alla luce di questo scenario, non stupisce come le banche di Spagna e Portogallo, insieme a quelle di Irlanda e Grecia, abbiano drasticamente ridotto i prestiti alle imprese ( FIG.19) dal 2010 ad oggi.

**FIG. 19: Prestiti alle imprese nell'Eurozona**



Fonte: Banca Centrale Europea

**FIG. 20: *Non performing loans e pricing applicato ai nuovi prestiti alle imprese private non finanziarie in alcuni Paesi dell'Eurozona***



Fonte: Banca Centrale Europea

Anche il costo del credito rimane elevato in alcuni Paesi dell'Eurozona, specialmente nei Paesi in cui le banche sono caratterizzate da una bassa qualità del portafoglio crediti. La figura 20 mostra, a livello comparativo, la relazione esistente tra *non-performing loan ratios e pricing* applicato ai nuovi prestiti alle imprese private non finanziarie.

Le due variabili presentano una relazione diretta: in altri termini, i Paesi caratterizzati da una bassa qualità del credito mostrano di applicare un *pricing* più elevato ai nuovi prestiti alle imprese private. Il riferimento è, in particolare, a Cipro, Irlanda, Slovenia, Italia, Spagna e Portogallo. In poche parole, i paesi che hanno attivato i maggiori sforzi per ridurre il deficit del settore pubblico e hanno provocato implicazioni negative per la già bassa crescita economica. Al contrario, i Paesi che hanno migliorato la qualità del loro portafoglio crediti, sono riusciti a ridurre il costo dei prestiti alle imprese. E' questo il caso di Germania ed Estonia.

Un secondo rischio identificato dalla BCE che potrebbe compromettere la stabilità del sistema finanziario dell'Eurozona consiste nella ripresa della crisi del debito sovrano. Le tensioni sul mercato del debito sovrano si sono notevolmente ridimensionate nella seconda metà del 2012: gli spread si sono abbassati ma, se in alcuni Paesi non verranno approvate riforme strutturali, la situazione potrebbe cambiare rapidamente.

Il terzo elemento di rischio identificato dalla BCE consiste nel problema del *funding*. Tale problema è particolarmente rilevante per le banche operanti in Paesi sotto stress, soprattutto se di dimensioni contenute. L'elevato costo del *funding*, se protratto nel tempo, può produrre conseguenze disastrose, come un *deleveraging* massiccio ed un proibitivo incremento del costo del credito alle imprese. In

merito a quest'ultimo aspetto, la situazione dell'Eurozona si mostra, ad oggi, molto frammentata. Le banche di alcuni Paesi, infatti, applicano sui nuovi prestiti alle piccole e medie imprese (prestiti inferiori al milione di euro) tassi di interesse medi inferiori al 3%. E' questo il caso della Germania e della Francia. In altri Paesi, invece, come Italia e Spagna, i tassi di interesse ai nuovi prestiti alle PMI si aggirano tra il 4,5%-5%.

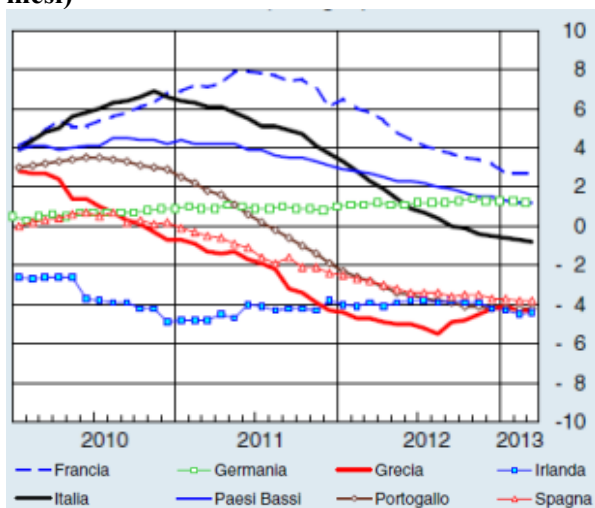
Il quarto ed ultimo rischio identificato dalla BCE che potrebbe minare la stabilità dell'Eurozona consiste nella rivalutazione dei premi per il rischio nei mercati globali. Finora, infatti, gli investitori hanno richiesto titoli liquidi con rating elevato. Più recentemente sembra invece essersi risvegliato un desiderio di maggiori rendimenti. In questo scenario la BCE identifica un rischio legato all'*underpricing* del rischio di credito da parte del mercato, soprattutto in quei segmenti dove gli *yields* si sono abbassati ai loro minimi storici. E' questo il caso dei titoli di stato statunitensi, giapponesi e britannici. Essi continuano ad essere percepiti come molto sicuri e liquidi, ma i loro bassi rendimenti non sembrano essere adeguatamente correlati ai fondamentali economici e all'indebitamento di queste nazioni. Un potenziale *underpricing* del rischio di credito, secondo la BCE, si potrebbe verificare anche nel mercato dei *corporate bonds*, dove i rendimenti si sono decisamente ridotti. A questo proposito, alla fine del 2011 il rendimento medio nell'area Euro dei *corporate bond* non finanziari speculativi era dell'11,9%: nel maggio 2013 esso è sceso al 5%. Contestualmente, la qualità delle emissioni corporate è decisamente scaduta, poichè è stato registrato un notevole incremento delle obbligazioni classificate come speculative. Anche in questo caso, la BCE ritiene che i rendimenti dei *corporate bond* non siano sempre correlati ai loro fondamentali economici.

#### 4. Il credito in Italia

Dopo aver preso in esame la situazione complessiva delle banche dell'Eurozona, focalizziamo l'attenzione sulle specificità della realtà italiana.

Per quanto riguarda il credito alle famiglie, dalla figura 21 emerge come le banche italiane nel 2013 abbiano erogato meno prestiti di quelle tedesche, olandesi e francesi, ma più prestiti rispetto alle banche spagnole, greche, irlandesi e portoghesi.

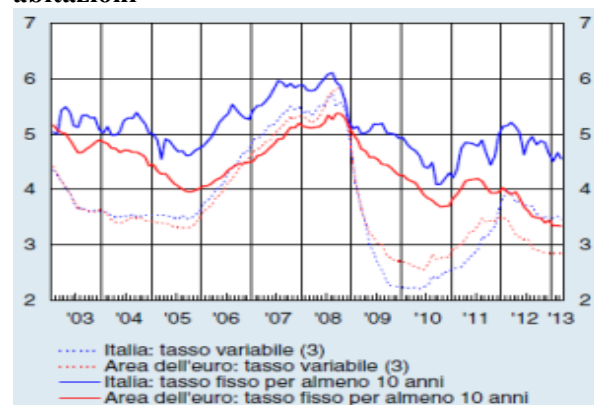
**FIG. 21: Prestiti alle famiglie in alcuni Paesi dell'area euro (variazioni percentuali sui 12 mesi)**



Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2012

In riferimento ai finanziamenti effettuati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, nei primi mesi del 2013 il costo del credito in Italia si è attestato sensibilmente al di sopra della media dell'Eurozona relativamente ai prestiti a tasso fisso di almeno 10 anni. La dinamica è invece opposta nel caso dei finanziamenti a tasso variabile, il cui costo per le famiglie italiane è rimasto sotto la media europea (FIG. 22).

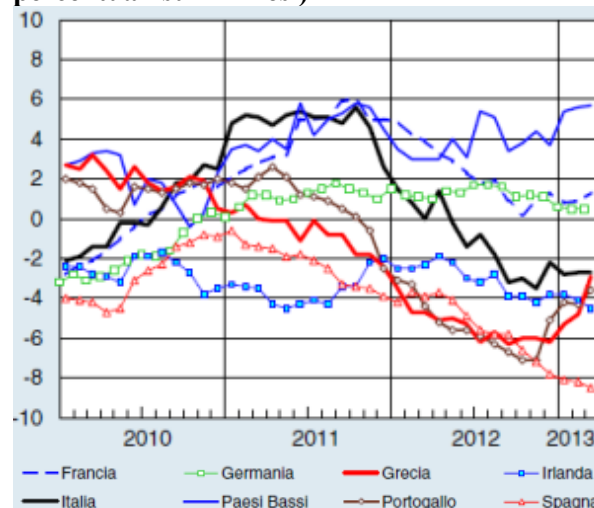
**FIG. 22: Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**



Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2012

Dalla figura 23 emerge inoltre come le banche italiane nel 2012 e nel 2013 abbiano erogato meno prestiti alle imprese di quelle tedesche, olandesi e francesi, ma più prestiti rispetto alle banche spagnole, greche, irlandesi e portoghesi.

**FIG. 23: Prestiti alle società non finanziarie in alcuni Paesi dell'area euro (variazioni percentuali sui 12 mesi)**



Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2012

Il settore che, più degli altri, sembra essere stato caratterizzato da un elevato razionamento è quello manifatturiero, seguito dai servizi (FIG. 24).

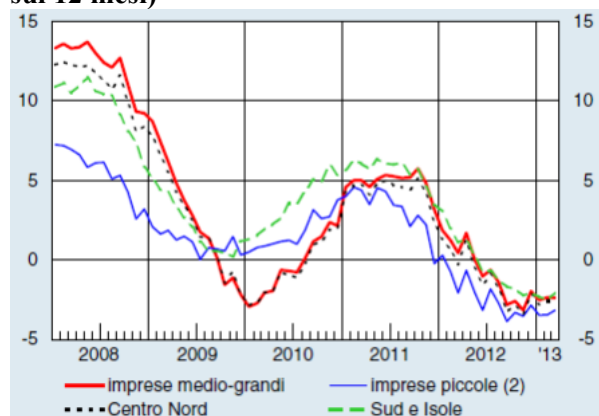
**FIG. 24: Credito alle imprese**

| VOCI                                     | Variazioni percentuali sui 12 mesi |            |            |             |             | Composizione percentuale |
|------------------------------------------|------------------------------------|------------|------------|-------------|-------------|--------------------------|
|                                          | 2009                               | 2010       | 2011       | 2012        | marzo 2013  | marzo 2013               |
| <b>Banche</b>                            |                                    |            |            |             |             |                          |
| <b>Branche di attività economica (2)</b> |                                    |            |            |             |             |                          |
| Industria manifatturiera                 | -5,5                               | -0,1       | 1,9        | -7,4        | -7,3        | 20,8                     |
| Costruzioni                              | 3,2                                | 2,2        | 0,4        | -2,7        | -3,0        | 16,0                     |
| Servizi                                  | -2,4                               | 0,5        | 3,2        | -4,8        | -4,6        | 43,4                     |
| Altro                                    | 4,4                                | 8,9        | 9,5        | 0,2         | -0,4        | 8,0                      |
| <b>Forme tecniche</b>                    |                                    |            |            |             |             |                          |
| Anticipi e conti correnti                | -15,7                              | 1,3        | 2,8        | -1,6        | -2,4        | 25,5                     |
| Mutui                                    | 7,1                                | 6,2        | 2,1        | -2,6        | -2,7        | 41,3                     |
| Altri prestiti                           | 3,6                                | -3,2       | 2,6        | -7,7        | -3,1        | 21,4                     |
| <b>Totale</b>                            | <b>-1,7</b>                        | <b>2,5</b> | <b>2,5</b> | <b>-2,2</b> | <b>-2,5</b> | <b>88,2</b>              |
| <b>Società finanziarie</b>               |                                    |            |            |             |             |                          |
| Leasing                                  | -1,4                               | 2,3        | 1,8        | -2,6        | -3,0        | 8,3                      |
| Factoring                                | -14,7                              | 4,6        | 15,3       | 4,0         | 1,8         | 2,9                      |
| Altri finanziamenti                      | -10,1                              | 17,9       | -9,6       | -11,7       | -11,0       | 0,6                      |
| <b>Totale</b>                            | <b>-5,2</b>                        | <b>4,3</b> | <b>4,2</b> | <b>-1,5</b> | <b>-2,3</b> | <b>11,8</b>              |
| <b>Banche e società finanziarie</b>      |                                    |            |            |             |             |                          |
| <b>Totale</b>                            | <b>-2,1</b>                        | <b>2,7</b> | <b>2,7</b> | <b>-2,1</b> | <b>-2,5</b> | <b>100,0</b>             |

Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2012

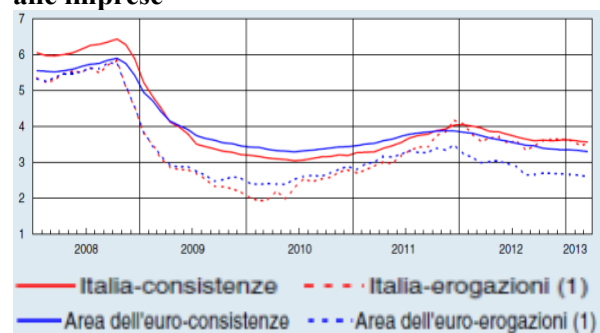
Per quanto riguarda l'entità del credito erogato alle imprese non finanziarie, risulta confermato il trend che ha caratterizzato il settore delle famiglie.

In tema di razionamento, i dati di Banca d'Italia rivelano che (nel corso del 2012), la riduzione del credito ha interessato il 61% delle imprese, una quota superiore di quattro punti percentuali rispetto al 2011 e di oltre dieci rispetto al periodo immediatamente precedente la crisi.

**FIG. 25: Prestiti bancari per area geografica e dimensione d'impresa (variazioni percentuali sui 12 mesi)**


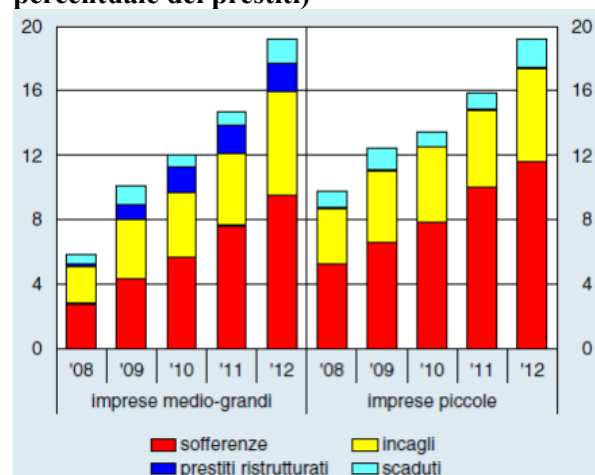
Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2012

Dal 2009 ad oggi, la contrazione è stata più frequente, a parità di altre caratteristiche d'impresa, tra le aziende di piccola e media dimensione e tra quelle contraddistinte da maggiori vulnerabilità dei bilanci, come mostra la figura 25. Il costo del credito per le imprese si è mantenuto decisamente sopra la media europea, sia per quanto riguarda le consistenze che per le nuove erogazioni (FIG. 26).

**FIG. 26: Tassi di interesse sui prestiti bancari alle imprese**


Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2012

A seguito del protrarsi della crisi, non stupisce che in Italia, come nel resto dell'Eurozona, nel 2012 sia aumentata l'entità del credito deteriorato (FIG. 27).

**FIG. 27: Prestiti con anomalie nei rimborsi (in percentuale dei prestiti)**


Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2012

Sia le imprese grandi che quelle di piccola e media dimensione hanno registrato infatti sofferenze ed incagli crescenti. Ciò ha comportato un netto peggioramento della qualità del credito delle banche italiane (FIG. 28).

**FIG. 28: Qualità del credito delle banche italiane**

| VOCI                                | Crediti (2) |       | Quota sul totale dei crediti |      | Tasso di copertura (3) |       | Quota sul totale dei crediti al netto delle rettifiche di valore |      |
|-------------------------------------|-------------|-------|------------------------------|------|------------------------|-------|------------------------------------------------------------------|------|
|                                     | 2012 (4)    | 2011  | 2012 (4)                     | 2011 | 2012 (4)               | 2011  | 2012 (4)                                                         | 2011 |
| <b>Totale sistema (5)</b>           |             |       |                              |      |                        |       |                                                                  |      |
| Crediti verso clientela             | 2.132.080   | 100,0 | 100,0                        | 4,9  | 5,8                    | 100,0 | 100,0                                                            |      |
| in bonis                            | 1.844.983   | 88,8  | 86,5                         | 0,6  | 0,6                    | 92,9  | 91,3                                                             |      |
| deteriorati                         | 287.096     | 11,2  | 13,5                         | 39,2 | 38,9                   | 7,1   | 8,7                                                              |      |
| sofferenze                          | 152.590     | 6,2   | 7,2                          | 55,7 | 55,0                   | 2,9   | 3,4                                                              |      |
| incagli                             | 89.612      | 3,3   | 4,2                          | 21,3 | 23,4                   | 2,7   | 3,4                                                              |      |
| esposizioni ristrutturate           | 21.020      | 1,0   | 1,0                          | 17,4 | 22,4                   | 0,8   | 0,8                                                              |      |
| esposizioni scadute e/o sconfinanti | 23.874      | 0,7   | 1,1                          | 8,3  | 9,1                    | 0,7   | 1,1                                                              |      |

Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2012

## 5. La politica monetaria negli Stati Uniti

E' proseguita la fase "fortemente accomodante" della politica monetaria americana basata sull'azzeramento del tasso ufficiale e su massicci, continui acquisti di titoli a lunga. Negli ultimi mesi, però, sono state introdotte alcune modifiche operative. Queste misure – unitamente ad alcune recenti dichiarazioni rese sia da Bernanke che da altri membri del *Board of Governors* – lasciano pensare che l'attuale politica espansiva di "tasso zero" e QE3 potrebbe terminare in tempi relativamente brevi, anche se – va detto senza ambiguità – lo scenario di politica monetaria nei mesi a venire è tutto fuorché chiaro.

### ***Congiuntura (reale) e dichiarazioni (ambigue)***

Per valutare le tendenze più recenti della politica monetaria americana è utile riconsiderare i principali elementi della congiuntura USA (già esaminati nel Cap.1). Nel 2013 la crescita è

continuata a ritmi moderati ma non trascurabili, alimentata soprattutto dalla domanda interna delle famiglie. Anche il mercato immobiliare si è rafforzato, sostenuto dal basso livello dei tassi ipotecari e da una maggiore fiducia da parte dei potenziali acquirenti. La forza espansiva della politica monetaria della Fed ha più che compensato l'effetto restrittivo dell'aumento delle imposte e del contenimento della spesa adottate dal governo federale che, nel loro complesso, eserciteranno sul PIL del 2013 una pressione al ribasso pari allo 0,5-1%. Al tempo stesso non si sono segnalate particolari tensioni inflazionistiche: nei 12 mesi terminanti a marzo i prezzi al consumo sono cresciuti solo dell'1%.

Le condizioni del mercato del lavoro hanno di recente segnato qualche miglioramento, con la disoccupazione che ad aprile 2013 era pari al 7,5% (mezzo punto in meno del valore dell'estate 2012) della forza lavoro. Nell'ultimo semestre sono inoltre aumentate di 200.000 unità al mese le assunzioni nel settore non agricolo, contro le 140.000 mensili del semestre precedente. Nel complesso – rispetto al momento peggiore della crisi – ci sono state 6.000.000 di assunzioni e la disoccupazione si è ridotta del 2,5%. Peraltro non va dimenticato che la disoccupazione rimane molto al di sopra del suo valore normale di lungo periodo e lontana dall'obiettivo dichiarato da Bernanke oltre 6 mesi orsono, rappresentato da un tasso di disoccupazione prossimo al 6,5%.

Pertanto, anche se le previsioni del FOMC vedono un miglioramento nel 2014 – sia per la crescita che per la disoccupazione (TAB. 6), con un'inflazione in linea con il target della Banca Centrale – la Fed ha dichiarato (19 giugno 2013), che, in coerenza con i suoi obiettivi istituzionali, non può che proseguire nella sua politica "fortemente accomodante" data la presenza di un

livello di disoccupazione ben al di sopra dei suoi livelli “normali” e di un’inflazione continuamente sotto l’obiettivo di lungo periodo del 2%. Tuttavia, lo stesso Bernanke (20 giugno 2013) ha sottolineato la possibilità di avviare – prima dei tempi previsti – la cosiddetta *exit strategy*, ponendo *de facto* termine alla lunga fase di accomodamento monetario che ha caratterizzato la politica monetaria USA fin dallo scoppio della Grande Recessione.

E’ quindi necessario (tentare di) fare chiarezza sullo scenario che nei prossimi mesi andrà a caratterizzare la politica monetaria statunitense, anche nel tentativo di decifrare il possibile andamento seguito dai mercati (soprattutto quello obbligazionario).

**TAB. 6: Le previsioni del FOMC**

|                      | Data:   | 2013    | 2014    | 2015    |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| PIL<br>(crescita %)  | 2013.06 | 2,3-2,6 | 3,0-3,5 | 2,9-3,6 |
|                      | 2013.03 | 2,3-2,8 | 2,9-3,4 | 2,9-3,7 |
|                      | 2012.12 | 2,3-3,0 | 3,0-3,5 | 3,0-3,7 |
| Disocc. (%)          | 2013.06 | 7,2-7,3 | 6,5-6,8 | 5,8-6,2 |
|                      | 2013.03 | 7,3-7,5 | 6,7-7,0 | 6,0-6,5 |
|                      | 2012.12 | 7,4-7,7 | 6,8-7,3 | 6,0-6,6 |
| Inflazione           | 2013.06 | 0,8-1,2 | 1,4-2,0 | 1,6-2,0 |
|                      | 2013.03 | 1,3-1,7 | 1,5-2,0 | 1,7-2,0 |
|                      | 2012.12 | 1,3-2,0 | 1,5-2,0 | 1,7-2,0 |
| inflazione<br>(core) | 2013.06 | 1,2-1,3 | 1,5-1,8 | 1,7-2,0 |
|                      | 2013.03 | 1,5-1,6 | 1,7-2,0 | 1,8-2,1 |
|                      | 2012.12 | 1,6-1,9 | 1,6-2,0 | 1,8-2,0 |

fonte: Fed, 19 giugno 2013

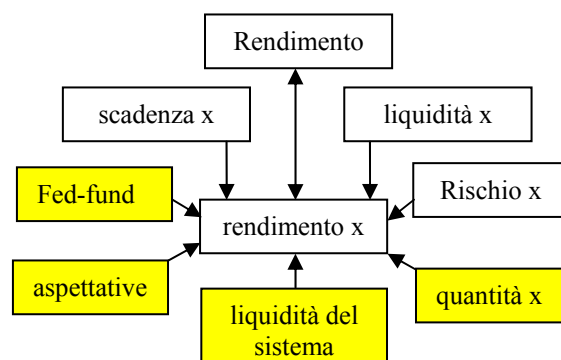
### La politica del tasso ufficiale

Per quanto riguarda la politica dei tassi d’interesse attuata dalle Fed occorre ricordare che, in generale, il rendimento di una certa attività *x* (FIG. 29) è tanto maggiore quanto più lontana è la sua scadenza, quanto più elevato il suo rischio e quanto minore è la sua liquidità. Il suo rendimento dipende però anche da altre variabili, di cui alcune influenzate dalle azioni e dalle informazioni della Banca Centrale. Il rendimento di una generica attività *x* è infatti collegato al tasso ufficiale (il

rendimento “target” dei *Fed-funds*), alle aspettative sul suo futuro andamento, alla liquidità del sistema e allo stock collocato di attività *x*, oltre che al rendimento di ogni altra generica attività che abbia caratteristiche simili a quelle di *x*.

A partire dalla crisi del 2007 – e specialmente dopo il fallimento di Lehman Brothers del 2008 – la Fed ha utilizzato tutti questi canali. Dal dicembre 2008, però, il livello obiettivo dei *Fed-funds* non ha più potuto essere ridotto perché pressoché azzerato (si trova nella fascia obiettivo dello 0-0,25%). Da quel momento per influenzare i tassi di mercato la Fed ha avuto solo la possibilità di agire sulle aspettative del pubblico riguardanti il futuro andamento del tasso ufficiale. Minore è il tasso ufficiale atteso per il futuro è più bassi saranno i rendimenti delle attività finanziarie a scadenza medio/lunga. Inoltre, dal momento che queste aspettative sono sensibili alle dichiarazioni rilasciate dalla Fed sulla futura durata del mantenimento di una politica di tassi di interesse minimi, la Fed stessa ha deliberatamente seguito una politica di *extended forward guidance*, fatta di ripetuti annunci con cui manifestava l’intenzione a mantenere i tassi invariati sul livello minimo per un lungo lasso di tempo.

**FIG. 29: Le determinanti dei tassi d’interesse**





Fino al comunicato del FOMC del 24 ottobre 2012, le informazioni sulla futura politica del tasso ufficiale hanno riguardato la data prevista entro cui il regime di “tassi zero” sarebbe rimasto in vigore. A partire dalla riunione del 12 dicembre 2012, i comunicati del FOMC hanno invece fatto riferimento a una politica monetaria espansiva ancorata al raggiungimento di un obiettivo definito in ragione di un tasso di disoccupazione pari (o vicino) al 6,5%. In particolare la Fed ha sottolineato come fosse sua intenzione mantenere il tasso ufficiale nel range compreso tra 0-0,25% *almeno* fino a quando

- il tasso di disoccupazione fosse rimasto superiore all’obiettivo dichiarato;
- le prospettive inflazionistiche (a 1-2 anni) non avessero superato la soglia del 2,5% (mezzo punto oltre l’obiettivo inflazionistico di lungo periodo).

In base alle previsioni del FOMC (TAB. 7), il miglioramento delle condizioni esistenti sul mercato del lavoro dovrebbe verificarsi dopo il 2015. Tuttavia, un cambiamento allo *stance* della politica monetaria USA potrebbe verificarsi prima – come mostrato dagli orientamenti espressi dai membri del FOMC rispetto al possibile momento in cui avviare il rialzo dei tassi di interesse (TABB. 7 e 8). La maggior parte dei componenti del FOMC prevede infatti che la prima manovra sul tasso avverrà nel 2015 e che, in quell’anno, il tasso sarà per la prima volta superiore allo 0,25%.

**TAB. 7: Previsioni del FOMC riguardo l’anno della prima modifica del tasso.**

|                        | data      | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------|-----------|------|------|------|------|
| Numero di partecipanti | Giu. 2013 | 1    | 3    | 14   | 1    |
|                        | Mar. 2013 | 1    | 4    | 13   | 1    |

Fonte: Fed; Membri del FOMC che ritengono che il prossimo incremento del tasso ufficiale sarà in un dato anno

### ***La politica quantitativa (Quantitative Easing) della Fed: a che punto siamo?***

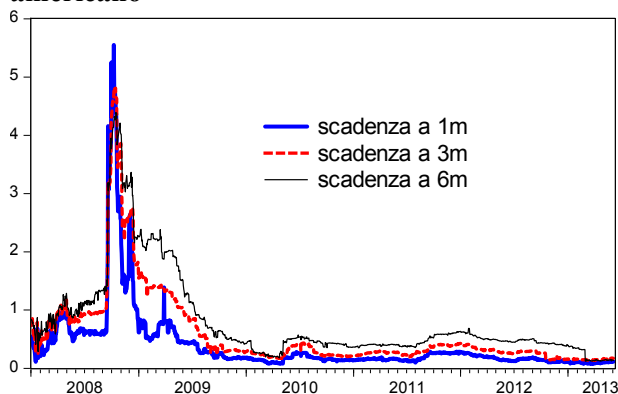
Ancora prima dell’azzeramento del tasso ufficiale avvenuto il 16 dicembre 2008 la Fed aveva introdotto una serie di provvedimenti espansivi di tipo “quantitativo” (finanziamenti da parte della Banca Centrale, acquisto di titoli, etc.) che risultavano efficaci anche prescindendo dalla possibilità di manovrare il tasso ufficiale. I primi incisivi provvedimenti erano stati presi nel 2007/2008 in piena emergenza finanziaria (*Quantitative Easing 1*, QE1), poi in gran parte progressivamente accantonati una volta finita l’emergenza (FIG. 30). Questi consistevano nel tentativo di ridurre l’impatto dell’aumento del rischio sul rendimento di certe attività mediante l’aumento della liquidità fornita dalla Banca Centrale agli operatori (o mediante altri interventi, di cui alcuni presi ad hoc).

**TAB. 8: Previsioni del Target federal funds rate da parte dei membri del FOMC**

| tasso | 2013 | 2014 | 2015 | lungo periodo |
|-------|------|------|------|---------------|
| 0,25  | 18   | 15   | 1    |               |
| 0,50  | 1    |      | 2    |               |
| 0,75  |      |      | 3    |               |
| 1,00  |      | 3    | 4    |               |
| 1,25  |      |      | 2    |               |
| 1,50  |      | 1    | 3    |               |
| 1,75  |      |      |      |               |
| 2,00  |      |      | 1    |               |
| 2,25  |      |      |      |               |
| 2,50  |      |      |      |               |
| 2,75  |      |      |      |               |
| 3,00  |      |      | 3    |               |
| 3,25  |      |      |      | 1             |
| 3,50  |      |      |      | 2             |
| 3,75  |      |      |      | 1             |
| 4,00  |      |      |      | 9             |
| 4,25  |      |      |      | 3             |
| 4,50  |      |      |      | 3             |

Fonte: Fed; numero dei membri del FOMC che condividono la stessa previsione.

**FIG. 30: Il rischio nel mercato interbancario americano**



Fonte: Fed e Bloomberg; differenziali tra rendimento Libor e OIS

Dopo la fine dell'emergenza, i provvedimenti quantitativi hanno in gran parte cambiato natura (*Quantitative Easing 2*, QE2, avviato nel Novembre 2010, anche se in realtà i primi provvedimenti risalgono al 28 gennaio 2009) e sono stati utilizzati – in vece delle modifiche al tasso ufficiale che non poteva più essere abbassato – per condurre una politica monetaria decisamente espansiva. Il loro scopo era infatti quello di mantenere bassi i rendimenti a lungo termine considerati rilevanti per l'investimento reale (impianti e investimento in immobili). Essi consistevano essenzialmente nell'acquisto su larga scala di titoli di stato a lunga scadenza e MBS (*mortgage-backed securities*).

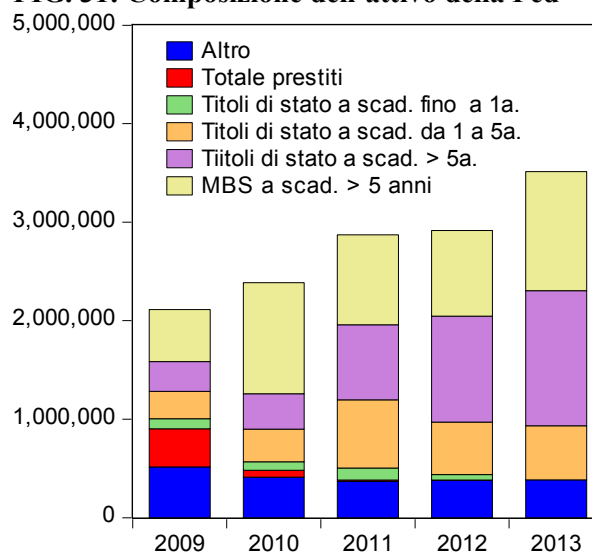
La *ratio* di questi interventi appare chiara dallo schema della precedente figura 29: nell'ipotesi che le attività a diversa scadenza non siano perfette sostitute, il rendimento dell'attività *x* risulta positivamente influenzato dal suo ammontare. La Banca Centrale, acquistando titoli a lunga *x* ne riduce lo stock disponibile presso il pubblico determinando una contrazione dei rendimenti. Tale movimento si trasmette (parzialmente) anche al rendimento delle altre attività *y* non direttamente coinvolte

nell'operazione. La diminuzione del rendimento di *x* rende infatti più conveniente l'attività *y* la cui accresciuta domanda contribuisce – in funzione del grado di parziale sostituibilità – a ridurne il rendimento. Operativamente tale politica si è sostanziata nello svolgimento dei seguenti interventi:

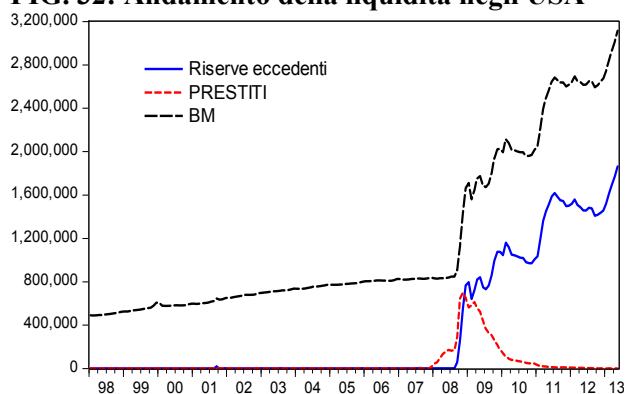
- Acquisti di agency mortgage-backed securities (MBS);
- Acquisti di agency debt;
- Acquisti di titoli di stato a lunga scadenza;
- Acquisti di titoli di stato di scadenza 6-30 anni e corrispondente vendita di titoli di stato a scadenza pari o inferiore a 3 anni;
- Reinvestimenti dei rimborsi alla scadenza di agency debt e MBS in MBS;
- Allungamento alle aste della scadenza media dei titoli di stato in portafoglio.

Tali interventi hanno provocato un fortissimo incremento dei titoli a medio-lungo termine nel portafoglio della Fed e del totale dell'attivo di bilancio (FIG.31) e avendo molto che compensato i rimborsi dei prestiti ottenuti dalle banche e la diminuzione delle altre voci.

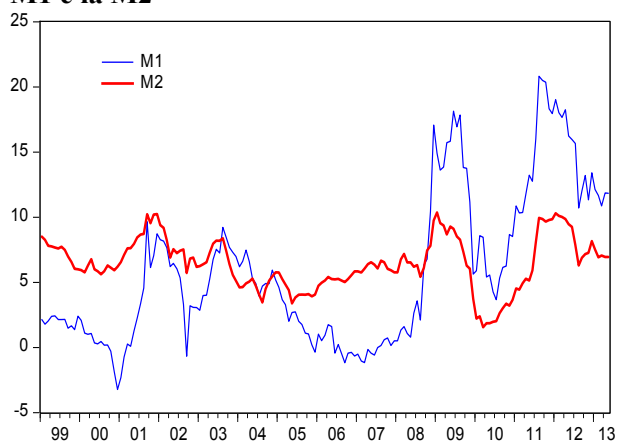
**FIG. 31: Composizione dell'attivo della Fed**



Fonte: Fed; dati in milioni di dollari

**FIG. 32: Andamento della liquidità negli USA**

Fonte: Fed, dati in milioni di euro

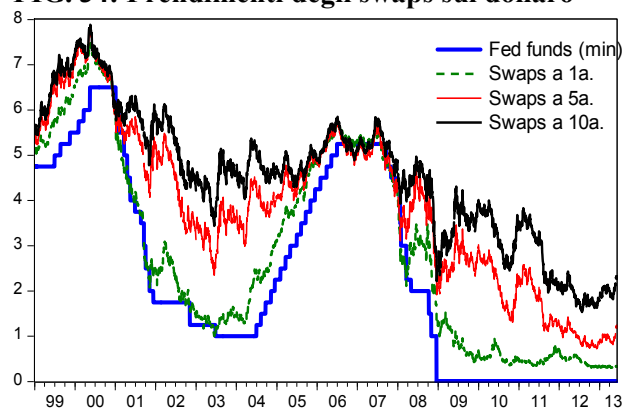
**FIG. 33: La crescita della moneta negli USA: la M1 e la M2**

Fonte: Fed

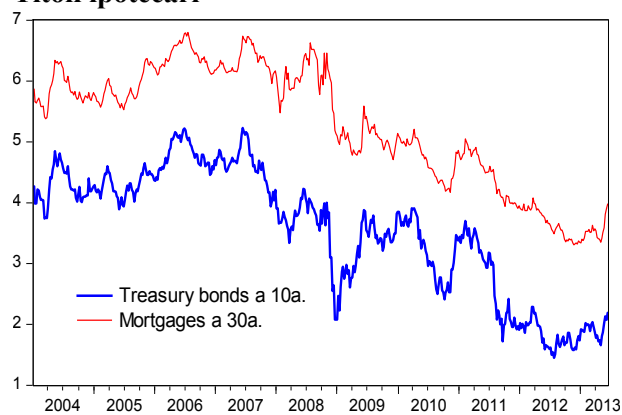
Dal lato del passivo questa politica ha avuto come contropartita un fortissimo aumento delle riserve in eccesso detenute dalle banche e, in generale, dello stock di base monetaria (FIG. 32), senza tuttavia generare conseguenze degne di nota per la consistenza di M2 – la definizione di moneta ritenuta più rilevante negli USA per il processo inflazionistico (FIG. 33).

Infine, a partire dal mese di ottobre 2012, la Fed ha avviato l'ultima fase del programma di *Quantitative Easing*: il cosiddetto *Quantitative Easing 3*, QE3, rappresentato da un programma di

acquisto di titoli – pari a 40 miliardi di dollari di ABS e 45 miliardi di *Treasury securities* al mese,

**FIG. 34: I rendimenti degli swaps sul dollaro**

Fonte: Fed

**FIG. 35: Rendimenti dei Titoli di Stato e dei Titoli ipotecari**

Fonte: Fed

senza porre limiti di tempo e di dimensione a tali operazioni che risultano infatti solo vincolate (come più volte ricordato) al miglioramento delle condizioni esistenti sul mercato del lavoro.

Contestualmente è stato inoltre riconfermato il reinvestimento delle scadenze di *agency debt* e *agency mortgage-backed securities* in *agency mortgage-backed securities*. Ed è anche continuata la politica dell'allungamento delle scadenze alle aste dei titoli di stato.

Lo scopo di questi interventi quantitativi è stato ribadito anche in occasione dell'ultimo

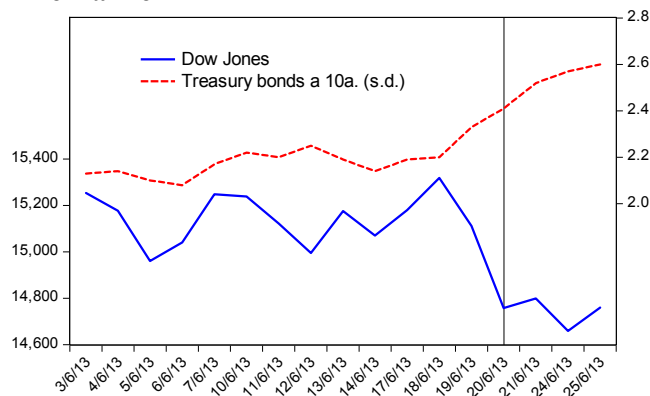
comunicato del 19 giugno scorso: (1) mantenere una pressione al ribasso sui tassi a più lunga scadenza, (2) aiutare il mercato ipotecario e (3) contribuire a rendere più accomodanti le generali condizioni dei mercati finanziari. Una linea di intervento supportata anche dai risultati raggiunti sul fronte dei rendimenti a lunga scadenza: nonostante varie oscillazioni, i rendimenti a lunga degli swaps (FIG. 34), quelli dei Titoli di Stato e dei Titoli ipotecari (FIG. 35) si sono mossi lungo un trend decrescente che li ha portati a livelli storicamente bassi.

Sembrerebbe tutto chiaro e definito anche per il futuro più prossimo. In realtà così non è. La Fed – per bocca del suo stesso Presidente Bernanke (20 giugno 2013) – ha infatti prospettato la possibilità di un cambio di scenario. Pur ribadendo la ineludibile necessità di contribuire al miglioramento del mercato del lavoro non ha escluso la possibilità di accantonare (anche se solo progressivamente) l'attuale politica di QE3. L'acquisto di titoli verrebbe ridotto a partire dalla fine del 2013 per essere poi totalmente abolito entro la metà del 2014, qualora le condizioni espresse da occupazione e inflazione lo consentissero.

La reazione dei mercati a questa inattesa notizia è stata immediata: la borsa americana ha subito una significativa flessione con l'indice Dow Jones che ha perso 206 punti (-1,3%), e il rendimento del benchmark dei titoli decennali USA dei titoli di stato che è salito al massimo degli ultimi 15 mesi (FIG. 36). La reazione più negativa è stata comunque in Europa, anche se solo parzialmente imputabile alla parole di Bernanke: la borsa di Londra ha perso il 2,98%, Francoforte il 3,28%, Parigi 3,66% e Milano 3.09. Sono inoltre aumentati i rendimenti del comparto obbligazionario (con lo spread BTP-Bund salito a quasi 300 punti base); nel contempo si è

indebolito l'euro e l'oro ha perso il 6% tornando a 1305 dollari l'oncia, il minimo da settembre 2010.

**FIG. 36: La reazione negli USA al discorso di Bernanke**



Fonte: Fed e Yahoo Finance

### 3. IL RAPPORTO ESAME ITALIA DELL'OCSE\*

#### 1. Introduzione

Nel maggio 2013 è stato reso pubblico il Rapporto Esame Italia che l'OCSE elabora periodicamente sul nostro Paese ogni 18-24 mesi, e con cadenze simili per ciascuno degli altri membri dell'Organizzazione per la Cooperazione Economica e lo Sviluppo.

Il Rapporto è il frutto di diversi incontri tecnici avvenuti in Italia negli ultimi mesi tra il desk Italia dell'OCSE e le controparti italiane (in *primis*, il MEF che coordina il Rapporto dal lato italiano, la Banca d'Italia, altre strutture ministeriali a seconda degli argomenti trattati, e le parti sociali). La bozza di Rapporto prodotta dal Segretariato è stata oggetto di discussione e revisione nel Comitato EDRC dell'OCSE nel mese di gennaio 2013.

Il Rapporto è composto da una sezione con le principali raccomandazioni e da tre capitoli di approfondimento, il primo dei quali riguarda il quadro macroeconomico e la finanza pubblica, e da due capitoli tematici, che quest'anno sono stati dedicati, rispettivamente, alle riforme strutturali intraprese nel 2012 e all'attuazione delle politiche: legislazione, pubblica amministrazione e stato di diritto. Il Rapporto riconosce che l'Italia ha avviato nel 2012 un ambizioso programma di riforme volto a ripristinare la sostenibilità delle finanze pubbliche e migliorare la crescita a lungo termine. Tuttavia, con un rapporto debito pubblico/PIL vicino al 130 per cento e un piano di ammortamento del debito particolarmente pesante, si sottolinea come l'Italia rimanga esposta ai cambiamenti improvvisi del *market sentiment*. La priorità per l'OCSE, sulla base di una analisi improntata al rispetto dell'ortodossia, è quindi la riduzione ampia e prolungata del debito

pubblico. I risultati ottenuti grazie alle recenti riforme strutturali devono essere consolidati, mentre sono necessarie ulteriori misure volte a promuovere la crescita e migliorare la competitività, per rimettere l'Italia su un sentiero di una crescita sana.

#### 2. Il quadro macroeconomico e di finanza pubblica

Il Rapporto evidenzia la bassa crescita dell'ultimo decennio, nel quale l'Italia ha registrato la crescita reale del PIL pro-capite più bassa dei paesi dell'OCSE. Questa situazione, che riflette a sua volta un tasso di crescita della produttività basso, ha comportato il persistere dei problemi di finanza pubblica e lo stallo, e di recente persino il calo, del livello dei redditi reali.

Secondo l'OCSE all'origine della performance insoddisfacente della produttività vi sono gli elementi sotto elencati, o meglio, la loro interazione che produce effetti cumulati negativi:

- barriere regolamentari alla concorrenza e all'imprenditorialità;
- barriere istituzionali all'aggiustamento del mercato del lavoro;
- un mercato del lavoro "relazionale" che sottovaluta le qualifiche e l'esperienza;
- il basso livello d'istruzione e un insegnamento universitario che non risponde adeguatamente alle esigenze dell'economia, riducendo le capacità d'innovazione e di cambiamento strutturale;
- le piccole dimensioni delle imprese, inadeguate alla rapidità dei cambiamenti tecnologici e alla globalizzazione;
- una struttura dell'industria e delle esportazioni tradizionalmente orientata verso i mercati meno dinamici e i prodotti particolarmente esposti alla concorrenza delle economie emergenti;
- l'integrazione del gran numero d'immigrati poco qualificati che, pur accrescendo l'offerta di manodopera, in particolare per i lavori a bassa

\* A cura di Lucio Landi.

produttività, ha avuto come conseguenza quella di diminuire la produttività media del lavoro;

- servizi pubblici inefficienti, carenze nella pubblica amministrazione e l'influenza della corruzione e della criminalità organizzata.

Le principali raccomandazioni formulate nel passato vengono riproposte anche quest'anno: una migliore regolamentazione, una maggiore concorrenza e una più elevata flessibilità nel mercato del lavoro. Nel Rapporto si evidenzia il paradosso per cui, in base agli indicatori dell'OCSE (ad esempio l'indice di regolamentazione dei mercati dei prodotti, fondato su una rigida interpretazione giuridica della legislazione), l'Italia ha compiuto progressi in alcune di queste aree dalla fine degli anni 1990 e ha migliorato la sua posizione rispetto agli altri paesi dell'OCSE. Tuttavia, nello stesso periodo la sua performance economica relativa è peggiorata. L'ipotesi avanzata dall'OCSE è che l'implementazione delle riforme non sia stata conforme alla legislazione. Del resto, sostiene il Rapporto, indicatori di *governance* e di percezione, come gli indicatori della Banca Mondiale in materia di *governance*, suggeriscono che l'Italia è relativamente debole quando si tratta di attuare le misure e di farle realmente rispettare.<sup>1</sup> Quindi, in merito alle riforme attuate nel 2012, compresa quella del mercato del lavoro, la valutazione espressa nel Rapporto è che il loro impatto dipenderà crucialmente dal modo in cui saranno attuate nei prossimi mesi.

Le prospettive macroeconomiche italiane secondo l'OCSE permangono deboli nel breve periodo. Il consolidamento delle finanze pubbliche, il calo degli investimenti e la ricostituzione del risparmio delle famiglie, oltre alla stretta creditizia,

finiranno per frenare la crescita nel corso dei prossimi mesi. Nonostante il miglioramento progressivo della fiducia e delle condizioni finanziarie, il PIL tornerà a crescere non prima del 2014. Gli effetti positivi della serie di ampie riforme dal lato dell'offerta adottate a partire dalla fine del 2011, richiederanno tempo per materializzarsi, a causa del clima di scarsa fiducia, del ritmo lento della ripresa negli altri paesi e della necessità, per l'OCSE inderogabile, di proseguire sulla strada del consolidamento fiscale. Le previsioni del Rapporto OCSE sulle principali variabili macroeconomiche per il biennio 2013-2014 sono illustrate nella Tabella 1. Si noti che il quadro previsivo sconta un maggior pessimismo rispetto alle previsioni presentate dal Governo nell'ultimo DEF (aprile 2013).

**TAB. 1: Le previsioni OCSE**

|                     | 2012  | 2013  | 2014  |
|---------------------|-------|-------|-------|
| PIL                 | -2,4  | -1,5  | 0,5   |
| Tasso di disocc.    | 10,6  | 11,4  | 11,8  |
| Ind. netto nom.     | -2,9  | -3,3  | -3,8  |
| Debito/PIL          | 127,0 | 131,5 | 134,2 |
| Saldo primario      | 2,3   | 1,8   | 1,2   |
| Saldo prim, strutt. | 4,8   | 4,9   | 4,5   |

Fonte: OCSE, Rapporto Esame Italia, 2013

Alcune settimane dopo la pubblicazione del Rapporto, l'OCSE ha rivisto verso il basso le previsioni per l'Italia nell'ambito nell'*Economic Outlook* del mese di maggio 2013. Il tasso di crescita del PIL è stato ridotto rispettivamente al -1,8% (2013) e +0,4% (2014). Il tasso di disoccupazione conseguentemente è passato al 11,9% (2013) e 12,5% (2014). Le nuove previsioni sui saldi di finanza pubblica dell'*Economic Outlook* tengono conto invece dell'impegno del governo a non superare il limite del 3%, rispetto al PIL, per l'indebitamento netto nominale, e una previsione di minore spesa per

<sup>1</sup> World Bank (2012), The Worldwide Governance Indicators, 2012 Update. World Justice Project (2012), "The World Justice Project: Rule of Law Index, 2012", <http://worldjusticeproject.org>.

interessi: l'indebitamento netto è quindi adesso previsto al 3% nel 2013 e al 2,3% nel 2014.

Per quanto riguarda la finanza pubblica, il Rapporto rileva che l'azione di consolidamento delle finanze pubbliche conseguito nel 2012, nonostante abbia comportato elevati costi in termini di produzione e di impatto sociale, sia stata ricompensata dal ripristino della fiducia sui mercati finanziari. Pur essendo diminuiti, i rischi sovrani e finanziari restano tuttavia elevati; dato il livello del debito e la necessità di rinnovare ogni anno titoli per circa 300 miliardi di euro, l'OCSE raccomanda di puntare a un bilancio pubblico in pareggio o leggermente in avanzo e attuare allo stesso tempo una serie di riforme strutturali tese a favorire la crescita. Pur riconoscendo che nuove restrizioni di bilancio avrebbero effetti negativi sulla produzione, l'OCSE suggerisce che esse consentirebbero di ridurre il debito in tempi più rapidi e di attenuare, di conseguenza, il rischio di nuove reazioni negative da parte dei mercati finanziari. Secondo le simulazioni dell'OCSE, raggiungere e mantenere un avanzo strutturale di circa il 2 per cento del PIL entro il 2017, consentirebbe di ridurre il rapporto debito/PIL alla soglia di Maastricht del 60 per cento del PIL entro il 2030, mentre con un pareggio strutturale il debito pubblico si attesterebbe all'85 per cento del PIL nel 2030, per poi raggiungere il 60 per cento nel 2038.

Per l'OCSE, il consolidamento deve essere concentrato su tagli permanenti della spesa, per evitare un aumento significativo del livello già elevato dell'imposizione fiscale. Viene ribadita la necessità di potenziare la *spending review*, come elemento permanente del ciclo regolare della pianificazione della spesa. Inoltre, si suggerisce l'adozione di tetti vincolanti, espressi in valori nominali, per la spesa di natura non ciclica. L'adozione della nuova regola europea sulla spesa (*expenditure benchmark*) è valutata dall'OCSE

molto positivamente, in quanto può contribuire al miglioramento della pianificazione di bilancio e dei risultati, garantendo risorse adeguate ai programmi di spesa.<sup>2</sup>

Sul fronte delle entrate, si suggerisce di rivedere e tagliare le *tax expenditures*, per creare spazio alla riduzione del cuneo fiscale per i lavoratori a basso reddito.

### 3. Valutazioni e raccomandazioni

Le principali raccomandazioni di policy del Rapporto OCSE sono le seguenti:

#### *Politiche finanziarie e di bilancio*

- proseguire gli sforzi intrapresi per frenare e invertire la tendenza al rialzo del rapporto tra debito pubblico e PIL. A tal fine, occorre puntare su un bilancio pubblico in pareggio o leggermente in avanzo e attuare allo stesso tempo una serie di riforme strutturali tese a favorire la crescita;
- concentrare l'azione di risanamento fiscale sul controllo della spesa, accompagnata da un processo di valutazione delle politiche che selezioni le priorità, una delle quali è un sistema di protezione sociale più esteso, come da legge già approvata;

<sup>2</sup> Per accelerare la convergenza dei paesi verso il proprio obiettivo di medio termine (MTO), il cosiddetto Six-Pack europeo (composto da cinque Regolamenti e una Direttiva) ha introdotto una nuova regola sulla spesa (*expenditure benchmark*) relativo ad un aggregato di spesa dato dal totale delle spese della PA, al netto della spesa per interessi e della variazione delle spese non discrezionali per indennità di disoccupazione. Per i paesi che hanno conseguito il proprio l'MTO, l'aggregato di spesa, espresso in termini reali, può muoversi in linea con il tasso di crescita di medio periodo del PIL potenziale. Per quelli lontani dall'MTO, la crescita dell'aggregato di spesa deve essere ridotta rispetto al tasso di crescita potenziale di medio termine di un ammontare che, comunque, garantisca una riduzione del saldo strutturale di bilancio di almeno 0,5 punti percentuali ogni anno.

- se le condizioni macroeconomiche continuano a peggiorare, lasciare funzionare gli stabilizzatori automatici;
- istituire il nuovo Ufficio parlamentare di bilancio previsto dalla legge, dotandolo di piena indipendenza, di personale qualificato, di accesso garantito alle informazioni, di risorse adeguate e della libertà di condurre le indagini che ritenga necessarie;<sup>3</sup>
- incoraggiare le banche ad aumentare gli accantonamenti per perdite e continuare a incitarle a soddisfare le loro esigenze di capitale tramite l'emissione di nuove azioni o la cessione di attività non strategiche. Favorire la concorrenza nel settore finanziario;

### ***Regolamentazione dei mercati dei prodotti e del lavoro e altre politiche strutturali***

Proseguire le riforme del 2012:

- portare a termine l'attuazione delle principali riforme, assicurando in particolare che l'Autorità di regolamentazione dei trasporti venga istituita in tempi brevi e che l'Autorità garante della concorrenza e del mercato eserciti attivamente i suoi nuovi poteri;

Estendere la portata delle riforme:

- rimuovere le regolamentazioni restrittive ancora esistenti in materia di servizi professionali e di commercio al dettaglio; riconsiderare le disposizioni che rappresentano un passo indietro rispetto a quanto previsto inizialmente, in particolare quelle che limitano la concorrenza tra avvocati;
- promuovere un mercato del lavoro più inclusivo, accrescendo l'occupabilità attraverso un sostegno attivo alla ricerca di lavoro e alla formazione, accompagnato da una più ampia rete di protezione sociale, invece di tentare di preservare i posti di lavoro esistenti;

- promuovere l'allargamento dell'attuale accordo tra le parti sociali per garantire un migliore allineamento dei salari e della produttività e ripristinare la competitività;
- allargare la base imponibile riducendo tutte le agevolazioni fiscali, permettendo la riduzione dell'aliquota fiscale marginale sul reddito da lavoro, in particolare per il secondo percettore di reddito.

### ***Pubblica amministrazione e giustizia civile***

Proseguire le riforme avviate nel 2012:

- incoraggiare l'applicazione delle disposizioni relative alla trasparenza contenute nella riforma della pubblica amministrazione e nella legge anticorruzione, intervenendo con fermezza nei casi d'inefficienza, di conflitto d'interessi o di corruzione;
- completare la riorganizzazione geografica dei tribunali, semplificare e accelerare i procedimenti giudiziari, migliorare l'utilizzo delle tecnologie dell'informazione e aumentare gli incentivi per un'adozione più diffusa di mezzi alternativi di risoluzione delle controversie. Continuare a semplificare il funzionamento delle amministrazioni locali.

Estendere la portata delle riforme:

- limitare il ricorso ai decreti legge, promuovere la redazione di testi unici, garantire una valutazione dell'impatto reale delle leggi e delle regolamentazioni e diffondere il ricorso alle clausole di decadenza.
- servirsi delle disposizioni della legge anticorruzione per elaborare una vera e propria legge per la libertà d'informazione.
- modificare la legge sulla prescrizione per i casi di corruzione per ridurre gli incentivi a comportamenti dilatori, in particolare l'inclusione nel calcolo dei tempi di prescrizione della durata del processo e degli appelli.

<sup>3</sup> A questo proposito si rinvia all'approfondimento contenuto nel capitolo 5.



#### 4. LA FINANZA PUBBLICA NEGLI ANNI DELLA CRISI\*

##### 1. Introduzione

La profonda crisi economica che ha investito tutti i Paesi europei ha avuto conseguenze pesanti sullo stato delle finanze pubbliche.

La situazione italiana si presenta più problematica sia perché il tasso di crescita dell'economia è da lungo tempo inferiore a quello dei principali partner europei, sia per l'ammontare di debito pubblico ormai da vent'anni superiore al livello del prodotto interno lordo.

Nelle pagine che seguono si illustra innanzitutto lo scenario di finanza pubblica in Europa e in Italia negli anni della crisi; si dà poi conto delle previsioni per l'Italia nel 2013 e 2014. Segue un'analisi critica delle misure adottate dal Governo Monti. Infine, le conclusioni, con alcune proposte per il futuro.

##### 2. Lo scenario europeo 2007-2012

Un opportuno punto di partenza per inquadrare l'attuale situazione italiana di finanza pubblica è il riferimento al più ampio scenario europeo, in particolare ai principali Paesi dell'area Euro, a partire dal 2007. Le finanze pubbliche di tutti i Paesi hanno risentito, e continuano a risentire, in misura più o meno rilevante della profonda crisi economica, con il peggioramento di tutti gli indicatori di bilancio, soprattutto nel 2009 e nel 2010. Il disavanzo complessivo medio dell'area Euro (TAB. 4.1) è aumentato dallo 0,7% del PIL nel 2007 al 6,4% nel 2009, per poi ridursi al 3,7% nel 2012. In Italia, il deficit complessivo delle Pubbliche Amministrazioni è salito dall'1,6% del PIL nel 2007 al 5,4% nel 2009, per poi ritornare al 3% nel 2012.

\* A cura di Flavia Ambrosanio e Paolo Balduzzi.

**TAB. 4.1: Saldo complessivo (in % del PIL)**

| Paesi             | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Belgio</b>     | -0,1        | -1,1        | -5,6        | -3,9        | -3,9        | -4,0        |
| <b>Danimarca</b>  | 4,8         | 3,3         | -2,8        | -2,7        | -2,0        | -4,2        |
| <b>Finlandia</b>  | 5,3         | 4,3         | -2,7        | -2,8        | -1,1        | -2,3        |
| <b>Francia</b>    | -2,8        | -3,3        | -7,6        | -7,1        | -5,3        | -4,9        |
| <b>Germania</b>   | 0,2         | -0,1        | -3,1        | -4,1        | -0,8        | 0,2         |
| <b>Grecia</b>     | -6,8        | -9,9        | -15,6       | -10,8       | -9,6        | -10,0       |
| <b>Irlanda</b>    | 0,1         | -7,4        | -13,9       | -30,9       | -13,3       | -7,5        |
| <b>Italia</b>     | <b>-1,6</b> | <b>-2,7</b> | <b>-5,4</b> | <b>-4,5</b> | <b>-3,9</b> | <b>-3,0</b> |
| <b>Olanda</b>     | 0,2         | 0,5         | -5,6        | -5,0        | -4,4        | -4,0        |
| <b>Portogallo</b> | -3,2        | -3,7        | -10,2       | -9,9        | -4,4        | -6,4        |
| <b>Spagna</b>     | 1,9         | -4,5        | -11,2       | -9,7        | -9,4        | -10,6       |
| <b>Svezia</b>     | 3,6         | 2,2         | -1,0        | 0,0         | 0,0         | -0,7        |
| <b>U.K.</b>       | -2,8        | -5,0        | -11,4       | -10,2       | -7,8        | -6,3        |
| <b>Area Euro</b>  | -0,7        | -2,1        | -6,4        | -6,2        | -4,1        | -3,7        |
| <b>UE-27</b>      | -0,9        | -2,4        | -6,9        | -6,5        | -4,4        | -4,0        |

Fonte: Eurostat; Banca d'Italia, *Statistiche di finanza pubblica nei Paesi dell'Unione europea* (n. 63/2012)

Parallelamente, tutti i Paesi hanno registrato un peggioramento del saldo primario (ovvero del saldo al netto degli interessi, TAB. 4.2). Il nostro Paese è passato da un avanzo pari al 3,4% del PIL nel 2007 ad un disavanzo dello 0,8% del PIL nel 2009, per ricostituire un avanzo del 2,5% del PIL, simile a quello della Germania, nel 2012, anno cui la maggior parte dei partner europei ha registrato ancora valori negativi.

**TAB. 4.2: Saldo primario (in % del PIL)**

| Paesi             | 2007       | 2008       | 2009        | 2010       | 2011       | 2012       |
|-------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>Belgio</b>     | 3,8        | 2,8        | -1,9        | -0,4       | -0,4       | -0,5       |
| <b>Danimarca</b>  | 6,4        | 4,7        | -0,9        | -0,8       | -0,1       | -2,4       |
| <b>Finlandia</b>  | 6,8        | 5,8        | -1,3        | -1,4       | 0,3        | -0,8       |
| <b>Francia</b>    | 0,0        | -0,4       | -5,1        | -4,7       | -2,7       | -2,3       |
| <b>Germania</b>   | 3,0        | 2,7        | -0,4        | -1,6       | 1,8        | 2,6        |
| <b>Grecia</b>     | -2,0       | -4,8       | -10,5       | -4,9       | -2,4       | -5,0       |
| <b>Irlanda</b>    | 1,1        | -6,0       | -11,8       | -27,7      | -10,0      | -3,9       |
| <b>Italia</b>     | <b>3,4</b> | <b>2,5</b> | <b>-0,8</b> | <b>0,1</b> | <b>1,0</b> | <b>2,5</b> |
| <b>Olanda</b>     | 2,4        | 2,7        | -3,4        | -3,1       | -2,4       | -2,2       |
| <b>Portogallo</b> | -0,2       | -0,6       | -7,3        | -7,0       | -0,4       | -2,0       |
| <b>Spagna</b>     | 3,5        | -2,9       | -9,4        | -7,7       | -7,0       | -7,7       |
| <b>Svezia</b>     | 5,3        | 3,8        | 0,2         | 1,1        | 1,2        | 0,2        |
| <b>U.K.</b>       | -0,6       | -2,8       | -9,5        | -7,2       | -4,5       | -3,4       |
| <b>Area Euro</b>  | 2,3        | 0,9        | -3,5        | -3,4       | -1,1       | -0,6       |
| <b>UE-27</b>      | 1,8        | 0,4        | -4,2        | -3,8       | -1,5       | -1,0       |

Fonte: Eurostat; Banca d'Italia, *Statistiche di finanza pubblica nei Paesi dell'Unione europea* (n. 63/2012)

Nel periodo considerato, è stato impressionante l'aumento del debito pubblico (TAB. 4.3), che

nella media dell'area Euro è passato dal 66,4% al 90,6% del PIL. In Italia lo stock di debito pubblico ha raggiunto nel 2012 il 127% del PIL, il livello più elevato del dopoguerra; va comunque sottolineato che tale aumento è per 2,7 punti di PIL derivante dai versamenti all'*European Financial Stability Facility* (EFSF, il cosiddetto fondo salva-stati) e al capitale dell'*European Stability Mechanism* (ESM, un meccanismo stabile, che a regime sostituirà l'EFSF). Anche Francia e Germania hanno registrato rilevanti incrementi del debito, ma partendo da livelli di poco superiori al 60%. Resta invece sempre molto contenuto il livello del debito nel gruppo dei Paesi scandinavi.

**TAB. 4.3: Debito pubblico (in % del PIL)**

| Paesi             | 2007         | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Belgio</b>     | 84,0         | 89,2         | 95,7         | 95,5         | 97,8         | 99,6         |
| <b>Danimarca</b>  | 27,1         | 33,4         | 40,7         | 42,7         | 46,4         | 45,8         |
| <b>Finlandia</b>  | 35,2         | 33,9         | 43,5         | 48,6         | 49,0         | 53,0         |
| <b>Francia</b>    | 64,2         | 68,2         | 79,2         | 82,4         | 85,8         | 90,2         |
| <b>Germania</b>   | 65,2         | 66,8         | 74,5         | 82,4         | 80,4         | 81,9         |
| <b>Grecia</b>     | 107,4        | 112,9        | 129,7        | 148,3        | 170,3        | 156,9        |
| <b>Irlanda</b>    | 25,1         | 44,5         | 64,8         | 92,1         | 106,4        | 117,6        |
| <b>Italia</b>     | <b>103,3</b> | <b>106,1</b> | <b>116,4</b> | <b>119,3</b> | <b>120,8</b> | <b>127,0</b> |
| <b>Olanda</b>     | 45,3         | 58,5         | 60,8         | 63,1         | 65,5         | 71,2         |
| <b>Portogallo</b> | 68,4         | 71,7         | 83,7         | 94,0         | 108,3        | 123,6        |
| <b>Spagna</b>     | 36,3         | 40,2         | 53,9         | 61,5         | 69,3         | 84,2         |
| <b>Svezia</b>     | 40,2         | 38,8         | 42,6         | 39,4         | 38,4         | 38,2         |
| <b>U.K.</b>       | 44,2         | 52,7         | 67,8         | 79,4         | 85,5         | 90,0         |
| <b>Area Euro</b>  | 66,4         | 70,2         | 80,0         | 85,4         | 87,3         | 90,6         |
| <b>UE-27</b>      | 59,0         | 62,3         | 74,6         | 80,0         | 82,5         | 85,3         |

Fonte: Eurostat; Banca d'Italia, *Statistiche di finanza pubblica nei Paesi dell'Unione europea* (n. 63/2012)

Che cosa è successo nello stesso periodo alle entrate e spese pubbliche?

Nell'area Euro, la pressione fiscale media è lievemente cresciuta, dal 40,8% al 41,3% del PIL (TAB. 4.4). In Italia l'aumento è stato più elevato, dal 42,7% al 44% del PIL, quasi tutto concentrato nel 2012, di 2,5 punti al di sopra della media dei Paesi Euro. È l'effetto delle pesanti manovre attuate a partire dall'estate del 2011.

**TAB. 4.4: Pressione fiscale (in % del PIL)**

| Paesi             | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Belgio</b>     | 44,7        | 45,1        | 44,5        | 44,9        | 45,2        | 46,3        |
| <b>Danimarca</b>  | 49,5        | 48,2        | 48,4        | 48,1        | 48,5        | 49,1        |
| <b>Finlandia</b>  | 42,5        | 42,5        | 42,4        | 42,2        | 43,2        | 43,2        |
| <b>Francia</b>    | 44,6        | 44,6        | 43,8        | 44,1        | 45,3        | 46,4        |
| <b>Germania</b>   | 39,5        | 39,6        | 40,3        | 38,8        | 39,6        | 40,4        |
| <b>Grecia</b>     | 33,9        | 33,6        | 32,3        | 33,6        | 34,6        | 36,5        |
| <b>Irlanda</b>    | 32,4        | 30,7        | 29,5        | 29,5        | 29,6        | 29,6        |
| <b>Italia</b>     | <b>42,7</b> | <b>42,6</b> | <b>42,2</b> | <b>42,4</b> | <b>42,1</b> | <b>44,0</b> |
| <b>Olanda</b>     | 38,6        | 39,1        | 38,3        | 38,8        | 38,3        | 38,8        |
| <b>Portogallo</b> | 35,6        | 35,7        | 34,2        | 34,4        | 35,8        | 34,4        |
| <b>Spagna</b>     | 37,6        | 33,7        | 31,8        | 33,4        | 32,7        | 33,2        |
| <b>Svezia</b>     | 47,6        | 46,7        | 47,0        | 45,7        | 44,6        | 44,5        |
| <b>U.K.</b>       | 37,0        | 37,1        | 35,8        | 36,6        | 37,4        | 36,9        |
| <b>Area Euro</b>  | 40,8        | 40,3        | 39,9        | 40,0        | 40,4        | 41,3        |
| <b>UE-27</b>      | 40,1        | 39,7        | 39,2        | 39,3        | 39,6        | 40,3        |

Fonte: Eurostat; Banca d'Italia, *Statistiche di finanza pubblica nei Paesi dell'Unione europea* (n. 63/2012)

La spesa pubblica complessiva (TAB. 4.5) in rapporto al PIL è aumentata in tutti i Paesi, la media dell'area Euro è infatti salita dal 46,1% al 49,9%, come risultato della dinamica combinata della spesa primaria e della spesa per interessi (TAB. 4.6 e 4.7).

**TAB. 4.5: Spesa pubblica totale (in % del PIL)**

| Paesi             | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Belgio</b>     | 48,2        | 49,8        | 53,7        | 52,6        | 53,4        | 54,8        |
| <b>Danimarca</b>  | 50,8        | 51,5        | 58,1        | 57,7        | 57,6        | 59,6        |
| <b>Finlandia</b>  | 47,4        | 49,2        | 56,1        | 55,8        | 55,0        | 56,0        |
| <b>Francia</b>    | 52,6        | 53,3        | 56,8        | 56,6        | 55,9        | 56,6        |
| <b>Germania</b>   | 43,5        | 44,1        | 48,2        | 47,7        | 45,3        | 45,0        |
| <b>Grecia</b>     | 47,5        | 50,6        | 54,0        | 51,4        | 52,0        | 54,8        |
| <b>Irlanda</b>    | 36,8        | 43,1        | 48,6        | 66,1        | 48,1        | 42,1        |
| <b>Italia</b>     | <b>47,6</b> | <b>48,6</b> | <b>51,9</b> | <b>51,1</b> | <b>50,4</b> | <b>51,2</b> |
| <b>Olanda</b>     | 40,3        | 39,8        | 46,2        | 45,2        | 43,9        | 43,2        |
| <b>Portogallo</b> | 44,4        | 44,8        | 49,8        | 51,5        | 49,4        | 47,4        |
| <b>Spagna</b>     | 39,2        | 41,5        | 46,3        | 46,3        | 45,2        | 47,0        |
| <b>Svezia</b>     | 51,0        | 51,7        | 54,9        | 52,3        | 51,2        | 52,0        |
| <b>U.K.</b>       | 43,7        | 47,7        | 51,3        | 50,4        | 48,6        | 48,5        |
| <b>Area Euro</b>  | 46,1        | 47,2        | 51,2        | 51,0        | 49,5        | 49,9        |
| <b>UE-27</b>      | 45,6        | 47,1        | 51,1        | 50,6        | 49,1        | 49,4        |

Fonte: Eurostat; Banca d'Italia, *Statistiche di finanza pubblica nei Paesi dell'Unione europea* (n. 63/2012)



**TAB. 4.6: Spesa pubblica primaria (in % del PIL)**

| Paesi            | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Belgio           | 44,3        | 45,9        | 50,0        | 49,1        | 49,9        | 51,3        |
| Danimarca        | 49,2        | 50,1        | 56,2        | 55,8        | 55,7        | 57,8        |
| Finlandia        | 45,9        | 47,7        | 54,7        | 54,4        | 53,6        | 54,6        |
| Francia          | 49,9        | 50,4        | 54,4        | 54,2        | 53,3        | 54,0        |
| Germania         | 40,7        | 41,3        | 45,5        | 45,2        | 42,8        | 42,5        |
| Grecia           | 42,7        | 45,5        | 48,8        | 45,5        | 44,8        | 49,8        |
| Irlanda          | 35,8        | 41,8        | 46,6        | 62,9        | 44,8        | 38,5        |
| <b>Italia</b>    | <b>42,7</b> | <b>43,5</b> | <b>47,3</b> | <b>46,5</b> | <b>45,5</b> | <b>45,6</b> |
| Olanda           | 43,1        | 44,0        | 49,2        | 49,3        | 47,8        | 48,6        |
| Portogallo       | 41,4        | 41,7        | 46,9        | 48,7        | 45,4        | 43,0        |
| Spagna           | 37,6        | 39,9        | 44,5        | 44,4        | 42,7        | 44,0        |
| Svezia           | 49,2        | 50,1        | 53,7        | 51,2        | 50,0        | 51,1        |
| U.K.             | 41,5        | 45,4        | 49,4        | 47,4        | 45,3        | 45,5        |
| <b>Area Euro</b> | <b>43,1</b> | <b>44,2</b> | <b>48,3</b> | <b>48,2</b> | <b>46,5</b> | <b>46,8</b> |
| <b>UE-27</b>     | <b>42,9</b> | <b>44,3</b> | <b>48,5</b> | <b>47,9</b> | <b>46,2</b> | <b>46,5</b> |

Fonte: Eurostat; Banca d'Italia, *Statistiche di finanza pubblica nei Paesi dell'Unione europea* (n. 63/2012)

**TAB. 4.7: Interessi passivi (in % del PIL)**

| Paesi            | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Belgio           | 3,9        | 3,9        | 3,7        | 3,5        | 3,5        | 3,5        |
| Danimarca        | 1,6        | 1,4        | 1,9        | 1,9        | 1,9        | 1,8        |
| Finlandia        | 1,5        | 1,5        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 1,4        |
| Francia          | 2,7        | 2,9        | 2,4        | 2,4        | 2,6        | 2,6        |
| Germania         | 2,8        | 2,8        | 2,7        | 2,5        | 2,5        | 2,5        |
| Grecia           | 4,8        | 5,1        | 5,2        | 5,9        | 7,2        | 5,0        |
| Irlanda          | 1,0        | 1,3        | 2,0        | 3,2        | 3,3        | 3,6        |
| <b>Italia</b>    | <b>4,9</b> | <b>5,1</b> | <b>4,6</b> | <b>4,6</b> | <b>5,0</b> | <b>5,5</b> |
| Olanda           | 2,2        | 2,2        | 2,2        | 1,9        | 2,0        | 1,8        |
| Portogallo       | 3,0        | 3,1        | 2,9        | 2,8        | 4,0        | 4,4        |
| Spagna           | 1,6        | 1,6        | 1,8        | 1,9        | 2,5        | 3,0        |
| Svezia           | 1,8        | 1,6        | 1,2        | 1,1        | 1,2        | 0,9        |
| U.K.             | 2,2        | 2,3        | 1,9        | 3,0        | 3,3        | 3,0        |
| <b>Area Euro</b> | <b>3,0</b> | <b>3,0</b> | <b>2,9</b> | <b>2,8</b> | <b>3,0</b> | <b>3,1</b> |
| <b>UE-27</b>     | <b>2,7</b> | <b>2,8</b> | <b>2,6</b> | <b>2,7</b> | <b>2,9</b> | <b>2,9</b> |

Fonte: Eurostat; Banca d'Italia, *Statistiche di finanza pubblica nei Paesi dell'Unione europea* (n. 63/2012)

In Italia, l'aumento della spesa totale in rapporto al PIL è riconducibile prevalentemente alla crescita della spesa primaria (2,9 punti di PIL), solo in misura modesta alla spesa per interessi passivi (0,6 punti di PIL), che però resta di gran lunga superiore alla media Euro, 5,5% contro il 3,1%. Sui risultati del 2012, come è noto, ha influito in modo significativo l'aumento dei rendimenti connesso al rialzo del differenziale rispetto ai titoli di Stato tedeschi. La spesa totale

ha comunque subito una riduzione del 3% circa in termini reali.

Infine, la dolente nota che riguarda il graduale declino degli investimenti pubblici, in modo particolare a partire dal 2009 (TAB. 4.8). Ancora una volta, le politiche di controllo dei conti pubblici, nella maggior parte dei casi, hanno prodotto tagli alle spese d'investimento, che nella media dell'area sono scese dal 2,7% del PIL nel 2009 al 2,1% nel 2012. Il nostro Paese non ha fatto eccezione: nello stesso periodo, gli investimenti pubblici sono scesi dal 2,5% all'1,9% del PIL. Il crollo ha riguardato in particolare gli enti locali, con una drastica riduzione della spesa.

**TAB. 4.8: Investimenti pubblici (in % del PIL)**

| Paesi            | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Belgio           | 1,6        | 1,6        | 1,7        | 1,7        | 1,8        | 1,7        |
| Danimarca        | 1,9        | 1,9        | 2,0        | 2,2        | 2,2        | 2,5        |
| Finlandia        | 2,4        | 2,5        | 2,8        | 2,5        | 2,5        | 2,6        |
| Francia          | 3,3        | 3,2        | 3,4        | 3,1        | 3,1        | 3,1        |
| Germania         | 1,5        | 1,6        | 1,7        | 1,7        | 1,6        | 1,5        |
| Grecia           | 3,4        | 3,7        | 3,1        | 2,3        | 1,7        | 1,8        |
| Irlanda          | 4,7        | 5,3        | 3,8        | 3,5        | 2,5        | 2,0        |
| <b>Italia</b>    | <b>2,3</b> | <b>2,2</b> | <b>2,5</b> | <b>2,1</b> | <b>2,0</b> | <b>1,9</b> |
| Olanda           | 3,3        | 3,5        | 3,8        | 3,6        | 3,4        | 3,4        |
| Portogallo       | 3,1        | 3,1        | 3,6        | 3,2        | 3,2        | 3,1        |
| Spagna           | 2,7        | 2,9        | 3,0        | 3,8        | 2,6        | 1,8        |
| Svezia           | 4,0        | 4,0        | 4,5        | 4,0        | 2,9        | 1,7        |
| U.K.             | 3,1        | 3,3        | 3,5        | 3,5        | 3,4        | 3,5        |
| <b>Area Euro</b> | <b>1,9</b> | <b>2,3</b> | <b>2,7</b> | <b>2,5</b> | <b>2,2</b> | <b>2,1</b> |
| <b>UE-27</b>     | <b>2,6</b> | <b>2,6</b> | <b>2,8</b> | <b>2,6</b> | <b>2,3</b> | <b>2,1</b> |

Fonte: Eurostat; Banca d'Italia, *Statistiche di finanza pubblica nei Paesi dell'Unione europea* (n. 63/2012)

In sintesi, la situazione italiana non è totalmente disallineata, in senso negativo, da quella dei principali partner europei. La spesa primaria in rapporto al PIL è più bassa della media dell'area Euro ed anche dell'UE-27; i saldi di bilancio sono di gran lunga migliori della media; la pressione fiscale è sopra la media. Banale ripeterlo, il problema è la montagna di debito che si è accumulato, anche in periodi nei quali la politica di bilancio avrebbe potuto e dovuto

essere condotta con maggiore virtuosità. Problema tanto più grave quanto peggiore è il quadro macroeconomico di riferimento. Giova ricordare che nel periodo 2008-2012, il tasso di crescita medio del PIL reale in Italia è stato negativo (-0,9%), a fronte, ad esempio, dei risultati positivi della Francia (+0,5%) e della Germania (+1,2%), che pure avevano subito una pesante contrazione dell'attività economica nel corso del 2009.

### 3. Le previsioni per l'Italia 2013-2014

Il Documento di Economia e Finanza (DEF) 2013, deliberato lo scorso 10 aprile dal Consiglio dei Ministri, contiene le previsioni aggiornate per il periodo 2013-2017, per tenere conto degli effetti finanziari dei provvedimenti approvati successivamente al mese di settembre 2012, compreso il decreto (D.L. n. 35/2013) in materia di accelerazione dei pagamenti relativi ai debiti delle pubbliche amministrazioni (TAB. 4.9).

I saldi previsti per il 2013 sono peggiori rispetto alle precedenti stime, in relazione alla minore crescita economica prevista per l'anno in corso (-1,8 punti di PIL in termini reali) ed anche all'attuazione del citato provvedimento sui debiti delle pubbliche amministrazioni (che dovrebbe produrre un aumento del disavanzo di circa 0,5 punti di PIL). Ciò non dovrebbe comunque impedire di raggiungere già quest'anno il pareggio di bilancio in termini strutturali. Un forte miglioramento è atteso per il 2014, con avanzo primario pari al 3,8% del PIL e indebitamento netto pari all'1,8% del PIL.

Nel 2014, la spesa corrente primaria, dopo il lieve aumento del 2013, dovrebbe ridurre la sua incidenza sul PIL di circa 1 punto, in modo da compensare la maggiore spesa per interessi; anche la spesa in conto capitale, in aumento nel 2013 per effetto di maggiori contributi agli

investimenti, si ridurrebbe dal 3,5% al 2,8% del PIL.

**TAB. 4.9: Conto economico consolidato delle Amministrazioni Pubbliche (in % del PIL)**

|                                    | 2012  | 2013  | 2014  |
|------------------------------------|-------|-------|-------|
| <b>Spese correnti primarie</b>     | 42,6  | 42,7  | 41,8  |
| <b>-redditi lavoro dipendente</b>  | 10,6  | 10,4  | 10,0  |
| <b>-consumi intermedi</b>          | 8,4   | 8,2   | 8,0   |
| <b>-prestazioni sociali</b>        | 19,9  | 20,3  | 20,3  |
| <b>Spese per interessi passivi</b> | 5,5   | 5,3   | 5,6   |
| <b>Totale spese correnti</b>       | 48,1  | 48,0  | 47,4  |
| <b>Spese in conto capitale</b>     | 3,1   | 3,5   | 2,8   |
| <b>Spese totali</b>                | 51,2  | 51,5  | 50,2  |
| <i>di cui spesa sanitaria</i>      | 7,1   | 7,1   | 7,0   |
| <b>Entrate tributarie</b>          | 30,2  | 30,4  | 30,4  |
| <b>-imposte dirette</b>            | 15,1  | 15,0  | 15,0  |
| <b>-imposte indirette</b>          | 14,9  | 15,3  | 15,4  |
| <b>-imposte c/capitale</b>         | 0,1   | 0,1   | 0,1   |
| <b>Contributi sociali</b>          | 13,8  | 14,0  | 13,9  |
| <b>Totale entrate correnti</b>     | 47,7  | 48,2  | 48,0  |
| <b>Entrate c/capitale</b>          | 0,3   | 0,4   | 0,3   |
| <b>Entrate totali</b>              | 48,1  | 48,6  | 48,4  |
| <b>Pressione fiscale</b>           | 44,0  | 44,4  | 44,3  |
| <b>Saldo primario</b>              | 2,5   | 2,4   | 3,8   |
| <b>Indebitamento netto</b>         | 3,0   | 2,9   | 1,8   |
| <b>Debito pubblico</b>             | 127,0 | 130,4 | 129,0 |
| <b>Debito al netto sostegni</b>    | 124,3 | 126,9 | 125,2 |

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Documento di Economia e Finanza 2013

Più in dettaglio, la spesa per il personale è prevista in graduale discesa nel periodo considerato, per effetto della riduzione del numero di dipendenti pubblici (già diminuiti del 4,3% nel periodo 2007-2011) e delle misure di contenimento delle retribuzioni. La spesa pensionistica è prevista crescere nel 2013 del 2,3%, per effetto delle prestazioni di nuova liquidazione e della rivalutazione di quelle in essere, nonché delle misure volte ad aumentare i lavoratori salvaguardati dall'innalzamento dei requisiti di accesso al pensionamento. Le altre prestazioni sociali registrerebbero nel 2013 una crescita più marcata (4,5%), che tiene conto anche del rifinanziamento dei cosiddetti ammortizzatori sociali in deroga. Nel 2014, la



spesa complessiva per le prestazioni sociali è prevista stabile al 20,3% del PIL. Infine, la spesa sanitaria resta più o meno stabile in quota del PIL, intorno al 7%, per effetto del contenimento della spesa di personale e delle misure dirette a ridurre i consumi intermedi.

Sul fronte delle entrate, nel 2013 la pressione fiscale è prevista ancora in aumento al 44,4% del PIL, sempre per effetto delle misure restrittive attuate a partire dall'estate del 2011. Dovrebbe poi stabilizzarsi negli anni successivi.

#### **4. Il bilancio del Governo Monti**

Quali sono stati gli interventi più significativi del Governo Monti in tema di riordino della finanza pubblica e di rilancio della crescita? Il Governo Monti è apparso in effetti molto attivo anche se l'efficacia di parte dei provvedimenti approvati è risultata sin dall'inizio molto dubbia. Di seguito si darà conto di alcune delle principali misure adottate nel corso del 2012 e dei primi mesi del 2013 e se ne offrirà una lettura critica.

Nello specifico, tali misure verranno suddivise in quattro grandi macro aree: razionalizzazione della spesa pubblica, aumento della pressione fiscale e riduzione del debito pubblico; rapporti con le amministrazioni locali; sistema tributario e lotta all'evasione fiscale; politiche per la crescita e lo sviluppo. È opportuno ricordare che l'intervento più corposo del Governo Monti, il cosiddetto decreto "Salva Italia", venne approvato nel mese di novembre 2011 ed è già stato commentato da Ambrosanio e Balduzzi in OM n.2/2012, cui si rimanda per maggiori dettagli.

#### ***Debito e finanza pubblica***

Per quanto riguarda la razionalizzazione della spesa pubblica, l'aumento della pressione fiscale e la riduzione del debito, occorre considerare i

decreti sulla *spending review*, gli interventi sulle entrate tributarie, il piano di dismissione del patrimonio pubblico; le misure sul pubblico impiego, l'inserimento in Costituzione del principio del pareggio di bilancio; la riforma delle pensioni.

- **La *spending review*.** Gli interventi principali sulla spesa pubblica sono contenuti all'interno della cosiddetta *spending review* (DD.LL. 52/2012 e 95/2012). Tuttavia, è bene da subito sottolineare come il risultato finale di queste operazioni appare ben lontano dai propositi iniziali, perlomeno come delineati all'interno del Rapporto Giarda. In particolare, appaiono snaturati tutti quegli interventi che di fatto si caratterizzano come tagli lineari e non come vere e proprie revisioni di spesa. Le linee guida della *spending review* si possono così riassumere: razionalizzare le attività della pubblica amministrazione, con l'eliminazione di eventuali sovrapposizioni e duplicazioni di funzioni; riorganizzare l'allocazione dei dipendenti pubblici, anche attraverso la mobilità e la soppressione di uffici periferici; incrementare il ricorso alle procedure accentrate di acquisto di beni e servizi; migliorare l'efficienza nell'uso degli immobili delle amministrazioni pubbliche, anche al fine di ridurre le spese di locazione. Secondo le stime del Governo, le minori spese nette derivanti dalle due fasi di *spending review* avrebbero dovuto complessivamente ammontare a 4 miliardi di euro nel 2012, 6,4 miliardi nel 2013, 11,3 miliardi nel 2014 e 11,6 miliardi nel 2015, per un totale di 33 miliardi circa di risparmi nel quadriennio considerato.

- **Nuove entrate.** Le uniche misure in grado di assicurare il raggiungimento degli obiettivi, con relativa certezza, anche nel breve periodo, sono

senza dubbio quelle che riguardano le entrate tributarie. Il Governo Monti ha agito molto su questo fronte, a partire dal decreto “Salva Italia”. Si tratta di circa 80 miliardi di nuove entrate nel corso del triennio 2012-2014, derivanti dall’aumento delle accise sui prodotti energetici, dalle imposte sui beni di lusso e sulle attività finanziarie, dall’estensione dell’imposta sostitutiva, dall’aumento dei contributi sociali di artigiani e commercianti.

Gli interventi più consistenti, come è noto, hanno riguardato l’anticipazione dell’IMU al 2013 (avrebbe dovuto entrare in vigore il 1° gennaio 2014) e la sua estensione all’abitazione principale, la sostituzione della TARSU e della TIA con la TARES, l’aumento dell’aliquota base dell’addizionale regionale all’IRPEF. Il pagamento della prima rata della TARES è stato poi posticipato ed è stato rinviato, a congruaggio, il pagamento della maggiorazione di 0,30 euro per metro quadro. Per l’IMU, la Legge di Stabilità 2013 ha modificato la destinazione del gettito, riservando ai Comuni l’intero gettito dell’imposta sulle abitazioni, mentre lo Stato acquisisce il gettito dell’imposta sui fabbricati industriali o inerenti ad attività commerciali e imprenditoriali. Vale la pena di sottolineare che nel 2012 il gettito dell’IMU è risultato superiore alle previsioni: il gettito relativo all’abitazione principale, comprensivo delle maggiorazioni di aliquota comunali, è risultato pari a circa 4 miliardi di euro (sarebbe stato di 3,4 miliardi ad aliquota standard, vale a dire al netto delle variazioni disposte dai Comuni); il gettito relativo agli altri fabbricati, terreni, aree fabbricabili e fabbricati rurali, invece, è stato di circa 19,5 miliardi. Ancora in questi giorni, il destino dell’IMU (almeno quella sull’abitazione principale) è quanto mai incerto.

Il decreto “Salva Italia” aveva anche riscritto la “clausola di salvaguardia” della prima “manovra

Tremonti”: sostituire la riduzione lineare dei regimi di esenzione, esclusione e favore fiscale con l’aumento delle aliquote dell’IVA del 10% e del 21%, di 2 punti, a partire dal 1° settembre 2012, e di un ulteriore mezzo punto, a partire dal 1° gennaio 2014. Il calendario e la dimensione degli aumenti sono stati tuttavia modificati, sia per ragioni di sostegno alla domanda sia, inutile nascondere, per ragioni elettorali. In particolare, il termine del 1° settembre 2012 è slittato al 1° luglio 2013; è stata annullata la maggiorazione dell’aliquota ridotta del 10% e ridotta ad 1 solo punto percentuale la maggiorazione dell’aliquota ordinaria del 21%. Proprio in questi giorni, il nuovo Governo sta valutando l’ipotesi di un ulteriore rinvio. Infine, sempre la Legge di Stabilità 2013 ha introdotto la cosiddetta *Tobin Tax*, l’imposta sulle transazioni finanziarie, che si applica a trasferimenti di azioni, strumenti finanziari e alcuni derivati ed è entrata in vigore il 1° marzo scorso<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Per quanto concerne i trasferimenti di proprietà di azioni e altri strumenti partecipativi, sono state fissate un’aliquota ordinaria pari allo 0,2% (0,22% per il 2013) del valore della transazione e un’aliquota ridotta (0,1%; 0,12% per il 2013) se i trasferimenti avvengono sui mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione. Soggetto passivo dell’imposta è colui a favore del quale avviene il trasferimento, indipendentemente dal luogo di conclusione della transazione e dalla residenza delle parti. Per quanto concerne gli strumenti finanziari derivati, l’imposta è invece fissa per ciascuna operazione, fino a un limite massimo di 200 euro per operazioni superiori a un milione di euro. L’imposta si paga al momento della conclusione della transazione, a prescindere dalla residenza dei contraenti e dal luogo in cui è avvenuta la transazione e viene pagata da ciascuna delle controparti dell’operazione. Infine, per quanto concerne le operazioni aventi finalità meramente speculative, il Governo ha introdotto un’imposta dello 0,02% sulle negoziazioni ad alta frequenza concluse sul mercato finanziario aventi a oggetto azioni, strumenti partecipativi o derivati. Soggetto passivo è colui per conto del quale gli ordini sono eseguiti.



- **Dismissioni del patrimonio pubblico.** Il Governo Monti ha effettuato un censimento del patrimonio pubblico disponibile, con l'obiettivo di procedere alla sua valorizzazione e destinare all'abbattimento del debito pubblico gli introiti di eventuali dismissioni. Più nello specifico, secondo le stime del Governo, le dismissioni dovrebbero assicurare risorse pari ad almeno un punto percentuale di PIL all'anno nei prossimi cinque anni, da destinare, sia pure in misura residuale, anche al finanziamento di progetti di investimenti pubblici e alla riduzione dei pagamenti arretrati delle amministrazioni pubbliche. È opportuno tuttavia ricordare che analoghe operazioni in passato non hanno prodotto gli effetti desiderati. Nel corso del 2012, alla riduzione del debito pubblico sono stati destinati gli incassi (circa 6,2 miliardi di euro) derivanti dalla cessione alla Cassa Depositi e Prestiti del 100% di FINTECNA Spa e SACE e del 76% di SIMEST (Società Italiana per le Imprese all'Estero); circa 1,7 miliardi di euro sono invece stati destinati al rimborso dei debiti delle amministrazioni pubbliche nei confronti delle imprese. L'aspetto più criticabile di questa operazione risiede nel ruolo affidato alla Cassa Depositi e Prestiti, società controllata dallo Stato, che attraverso il Ministero dell'Economia ne detiene l'80,1%, e quindi solo formalmente al di fuori del perimetro della pubblica amministrazione. Cedere quote di società pubbliche a quest'organo, come ha scelto di fare il Governo, si caratterizza più come operazione di *window dressing* che come reale dismissione di quote del patrimonio pubblico.

- **Interventi sul pubblico impiego.** Anche il Governo Monti ha confermato l'attuazione di misure volte alla riduzione delle spesa per il personale (già ridottasi di quasi il 5% a partire dal 2007); in particolare, sono previsti risparmi

di spesa derivanti dalla riduzione del 20% del personale pubblico con ruolo dirigenziale e di una quota pari a non meno del 10% della spesa complessiva per il personale non dirigenziale.

- **Il pareggio di bilancio in Costituzione.** In coerenza con le disposizioni europee contenute nel cosiddetto "Fiscal Compact", sottoscritto il 2 marzo del 2012, è stata approvata una legge costituzionale (modifica degli articoli 81 e 97), che ha introdotto il principio del pareggio di bilancio in Costituzione. L'equilibrio di bilancio delle Amministrazioni Pubbliche viene definito in termini di indebitamento netto strutturale, ovvero un saldo corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure una tantum. Si noti comunque che il ricorso all'indebitamento è consentito, con autorizzazione del Parlamento a maggioranza assoluta, nel caso di eventi eccezionali, quali gravi recessioni economiche, crisi finanziarie e calamità naturali.

Per quanto concerne la disciplina di bilancio degli enti territoriali, il nuovo articolo 97 specifica che "Le pubbliche amministrazioni, in coerenza con l'ordinamento dell'Unione Europea, assicurano l'equilibrio dei bilanci e la sostenibilità del debito pubblico", mentre il nuovo articolo 119 prevede che "I Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni hanno autonomia finanziaria di entrata e di spesa, nel rispetto dell'equilibrio dei relativi bilanci, e concorrono ad assicurare l'osservanza dei vincoli economici e finanziari derivanti dall'ordinamento dell'Unione Europea". Le norme attuative del nuovo dettato costituzionale sono contenute nella L. 243/2012 ed entreranno in vigore a partire dal 2014. È comunque ovvio che l'introduzione del principio del pareggio di bilancio in Costituzione, per quanto importante, non necessariamente comporta conseguenze

dirette ed immediate sullo stato delle finanze pubbliche.

### **Enti locali**

A partire dal 2010, i governi territoriali sono stati chiamati più che in passato a contribuire al riequilibrio dei conti pubblici, sia attraverso l'inasprimento del Patto di stabilità interno sia attraverso il taglio dei trasferimenti dal bilancio dello Stato. Altri interventi hanno riguardato i costi della politica locale e il riordino delle autonomie stesse, con la confusa normativa in materia di abolizione delle Province e istituzione delle città metropolitane.

**- Il Patto di stabilità interno.** Il Governo Monti ha reso più gravoso il concorso degli enti territoriali al miglioramento dei saldi di finanza pubblica, prima attraverso il decreto "Salva Italia", successivamente con la *spending review*, infine con la Legge di stabilità per il 2013. La portata di questi provvedimenti varrà a regime, nel 2015 circa 4 miliardi di euro per i Comuni, 1,7 miliardi per le Province e 2 miliardi per le Regioni. Per il 2013 sono state confermate le disposizioni relative alle nuove forme di Patto di stabilità interno, introdotte a partire dal 2009 (si tratta del *patto regionale verticale*, del *patto regionale verticale incentivato* e del *patto regionale orizzontale*); sono in aggiunta stati introdotti il *patto orizzontale nazionale* e, a partire dal 2014, il *patto integrato*. La finalità di questi interventi è quella di rendere in qualche misura flessibile il meccanismo del Patto di stabilità interno, in modo da alleggerire la pressione sugli enti maggiormente in difficoltà, attraverso lo scambio di spazi finanziari: gli enti che hanno risorse in eccedenza, rispetto all'obiettivo di bilancio loro assegnato, possono cederle (attraverso procedure molto articolate e complesse) agli enti che non riuscirebbero a

centrare l'obiettivo. L'elemento di maggiore novità riguarda tuttavia l'ampliamento della platea degli enti soggetti alle regole del patto, che, a partire dal 2013, investono tutti i comuni con popolazione superiore ai 1.000 abitanti.

**- Costi della politica locale.** Anche sulla spinta degli *scandali* concernenti l'utilizzo improprio, a volte addirittura illegale, delle risorse pubbliche da parte dei gruppi politici locali, il Governo Monti ha dato impulso all'approvazione di norme mirate alla riduzione dei costi della politica locale, in particolar modo di quella regionale. Tra gli interventi più rilevanti, vale la pena di ricordare la corresponsione di una quota pari all'80% dei trasferimenti erariali a favore delle Regioni solo in seguito dell'adozione da parte delle stesse di misure di risparmio (per esempio, riduzione del numero delle cariche, dei compensi e dei contributi ai gruppi consiliari); l'obbligo di pubblicità e trasparenza delle situazioni patrimoniali degli eletti. Per quanto riguarda le Province, nonostante se ne sia a lungo dibattuto nel corso del 2012, e nonostante si sia stimato che avrebbe comportato risparmi immediati fino a 553 milioni di euro, il decreto finalizzato alla loro abolizione (poi trasformata in "riordino", cioè riduzione) e all'istituzione delle Città metropolitane non è stato convertito in legge dal Parlamento. Vigé al momento una normativa transitoria che ha commissariato le Province in scadenza di mandato e rimandato le decisioni in materia al 2014.

### **Lotta all'evasione e delega fiscale**

Il Governo Monti, anche attraverso operazioni che hanno avuto grande risonanza mediatica, ha tentato di incrementare le attività di contrasto dell'evasione fiscale. Nel solo 2012, la lotta all'evasione avrebbe portato alla scoperta di oltre 8.000 evasori totali, con occultamento di



redditi per circa 23 miliardi di euro, cui si aggiungono ulteriori 16 miliardi derivanti da altre tipologie di evasione. Sono invece state accompagnate da forti polemiche e malumori, e puntualmente congelate, altre misure, quali il potenziamento del cosiddetto *redditometro* e l'introduzione del *redditest*. Si tratta di strumenti utilizzati per determinare sinteticamente il reddito complessivo del contribuente sulla base delle spese di qualsiasi genere sostenute nel corso del periodo d'imposta. Con una logica simile agli studi di settore, quindi, si tratta di strumenti per valutare la congruità o meno delle dichiarazioni fiscali<sup>2</sup>.

Nel corso del 2012, il Governo Monti ha ottenuto dal Parlamento la delega a presentare una riforma fiscale. Secondo i principi e le linee guida stabilite dalla stessa legge delega, la proposta del Governo, presentata a novembre, aveva tre obiettivi principali: a) riformare il catasto, al fine di rideterminare, aggiornare e perequare le basi imponibili catastali e di renderle più vicine ai valori di mercato; b) rinforzare la lotta all'evasione fiscale, attraverso la costituzione di un banca dati pubblica sull'evasione, riferita ai principali tributi, da aggiornare ogni anno, e l'inclusione nella procedura di bilancio di un rapporto sulla strategia di contrasto e sui risultati della lotta all'evasione; c) rivedere l'intero ordinamento tributario, attraverso soprattutto il riordino delle *tax expenditures* (spese fiscali, ovvero riduzioni di imposte per particolari redditi e tipologie di contribuenti), che valgono oltre 161 miliardi di euro l'anno. Infine, la delega al Governo

prevedeva anche la revisione dell'imposizione sui redditi d'impresa, con lo scopo di separare *tout court* la tassazione dell'impresa da quella dell'imprenditore.

Nelle more della riforma delle *tax expenditures*, il Governo ha innalzato l'importo delle detrazioni IRPEF per figli a carico (da 800 a 950 euro la detrazione per figli di età pari o superiore a tre anni, da 900 a 1.220 euro quella per ciascun figlio di età inferiore a tre anni, e da 220 a 400 euro quella per ciascun figlio portatore di handicap).

### ***Politiche per la crescita***

Molto modesti sono stati gli interventi del Governo Monti a sostegno della crescita economica. Dal lato delle entrate, è opportuno ricordare la riduzione dell'IRES, al fine di limitare l'incentivo all'indebitamento delle imprese (ACE); la deducibilità da IRES e IRPEF dell'IRAP sul costo del lavoro e l'aumento delle deduzioni dall'IRAP per l'assunzione di lavoratrici e giovani di età inferiore ai 35 anni; l'introduzione permanente delle detrazioni IRPEF del 36% per interventi di ristrutturazione edilizia, efficientamento energetico e calamità naturali. Altre misure hanno riguardato l'esclusione dal Patto di stabilità interno delle Regioni del cofinanziamento dei progetti realizzati con il contributo dei Fondi europei e l'incremento del Fondo di garanzia a favore delle piccole e medie imprese.

Il Governo è inoltre intervenuto più volte con la finalità di lanciare, potenziare a monitorare l'attuazione dell'*Agenda digitale*, un programma di innovazione tecnologia della pubblica amministrazione che dovrebbe rendere più semplici (e quindi meno costose) le pratiche burocratiche per cittadini e imprese. Tuttavia, è difficilissimo quantificarne gli effetti, che comunque si dispiegherebbero su un orizzonte

<sup>2</sup> I dati utilizzati non sono solo dati personali, come quelli disponibili dall'anagrafe tributaria; ad essi si affiancano anche dati statistici, relativi alle diverse tipologie familiari, e analisi e studi socio economici, che possono offrire utili informazioni, anche se non consentono di catturare le "preferenze" di spesa espresse dai singoli contribuenti.

temporale di medio-lungo periodo (almeno il 2020).

Più rilevante, al contrario, il recente D.L. 35/2013, diretto ad accelerare la liquidazione dei debiti delle Amministrazioni pubbliche nei confronti delle imprese. Si tratta di un intervento che vale 20 miliardi di euro annui nel biennio 2013-2014, che, come si è detto, nel 2013 comporta un aumento dell'indebitamento netto pari a 0,5 punti di PIL e un aumento del debito pubblico di 1,3 punti di PIL. Il provvedimento dovrebbe avere effetti positivi in termini di crescita, anche se difficili da quantificare e comunque dipendenti dai tempi di pagamento, dalle modalità con cui i rimborsi si ripartiranno fra le imprese creditrici, dalle condizioni di ciascuna di esse, dagli effetti sulle aspettative delle imprese. Le stime del Governo, contenute nella Relazione alla Camera, indicano una maggiore crescita del PIL di 1,2 punti nel triennio 2013-2015, in particolare di 0,2 punti nel 2013, 0,7 nel 2014 (comprensivo dell'effetto di trascinamento del miglior andamento del 2013) e 0,3 nel 2015.

Infine, qualche tentativo, invero molto timido, è stato fatto per promuovere e tutelare la concorrenza, attraverso l'abrogazione di alcune restrizioni all'attività economica, e di favorire gli investimenti privati, attraverso nuove norme sugli appalti pubblici.

### ***A che punto siamo?***

Una delle grandi anomalie della legislazione italiana è che spesso l'approvazione della Legge non costituisce la conclusione di un processo di riforma, bensì l'inizio di un iter, spesso molto lungo e dall'esito incerto. All'approvazione di una legge devono infatti nella maggior parte dei casi fare seguito decreti attuativi, regolamenti, circolari. Così si scopre che rispetto ai 69 atti aventi valore di legge approvati dal Governo

Monti, solo i due terzi delle norme in essi contenute non necessitano dell'adozione di ulteriori atti per essere operative e produrre effetti. Dalle restanti norme, in particolare, emergono ben 832 atti di rinvio a legislazione secondaria. La tabella 4.10 dà conto dello stato di attuazione delle misure contenute nei soli provvedimenti principali (per lo stesso D.L. 201/2011, il decreto "Salva Italia", mancano ancora 47 atti su 87).

**TAB. 4.10: Stato di attuazione delle misure approvate nel 2012**

| Provvedimenti                              | Decreti attuativi richiesti | di cui: approvati |
|--------------------------------------------|-----------------------------|-------------------|
| DL 01/2012, <i>Cresci Italia</i>           | 60                          | 23                |
| DL 05/2012, <i>Semplifica Italia</i>       | 51                          | 15                |
| DL 16/2012, <i>Semplificazione fiscale</i> | 38                          | 17                |
| L 92/2012, <i>Riforma del lavoro</i>       | 22                          | 4                 |
| DL 52/2012, <i>Spending review</i> (1)     | 5                           | 3                 |
| DL 83/2012, <i>Decreto Crescita</i>        | 84                          | 27                |
| DL 95/2012, <i>Spending review</i> (2)     | 107                         | 42                |
| <b>Totale</b>                              | <b>367</b>                  | <b>131</b>        |

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Documento di Economia e Finanza 2013

### **5. Le prospettive per il futuro**

Gli interventi approvati dal Governo Monti, a partire dal decreto *Salva Italia*, si sono fortemente caratterizzati per aver perseguito come obiettivo principale – e forse unico – il risanamento dei conti pubblici, attraverso l'aumento della pressione fiscale, il controllo della crescita della spesa e il coinvolgimento sempre più rilevante di Regioni ed enti locali. Veramente molto modeste sono state invece le misure per favorire la crescita economica.

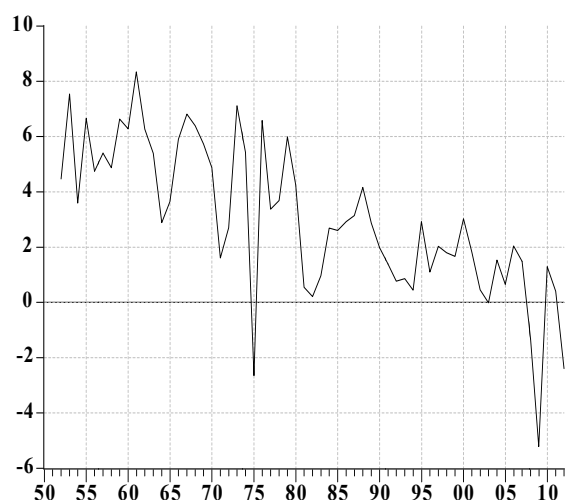
È innegabile che i livelli di spesa, disavanzo e debito pubblico vadano tenuti sotto controllo; è altrettanto innegabile che la disciplina fiscale rappresenti una pre-condizione per una crescita economica stabile. L'adozione di regole fiscali, quali quelle vigenti in ambito europeo, è la risposta alla spesso eccessiva propensione dei



governi alla crescita della spesa pubblica e all'aumento del disavanzo. È vero altresì che, tranne qualche felice parentesi, la conduzione della politica di bilancio nel nostro Paese non ha brillato per virtuosità e lungimiranza.

Ma è altrettanto innegabile che l'Italia si trovi in una situazione economica drammatica, ancora per il 2013 si prevede una caduta significativa del PIL reale. Il tasso di crescita dell'economia italiana è in declino da decenni (FIG. 4.1), ad indicare che il futuro del Paese è compromesso da molto tempo.

**FIG. 4.1: Tassi di crescita del PIL reale, 1950-2012**



Le politiche di controllo dei conti pubblici si preoccupano e si occupano solo dei *numeratori* (debito, deficit, spesa, imposte); ma il futuro del paese dipende in modo cruciale dall'evoluzione del denominatore, cioè il prodotto interno lordo. Servono quindi politiche per la crescita; tutti i politici, anche il nuovo Governo, ne sembrano ormai convinti. Ma a questo convincimento dovrebbero seguire azioni concrete, immediate ed incisive.

Ciò significa che le risorse necessarie per una vera politica di rilancio dell'attività economica

sono ingenti, di gran lunga superiori a quei pochi miliardi di euro, di cui tanto si discute in questi giorni, che servirebbero a scongiurare l'aumento dell'IVA e ad abolire l'IMU sulla prima casa. Dove recuperare dunque risorse senza inasprire ulteriormente la pressione fiscale sui contribuenti onesti?

La prima risposta è forse la più ovvia. Le risorse vanno recuperate innanzitutto all'interno delle sacche di illegalità, nei meandri dell'economia sommersa. L'ISTAT stima che nel 2008 il valore aggiunto prodotto nell'area del sommerso economico era compreso tra un minimo di 255 e un massimo di 275 miliardi di euro, vale a dire un valore compreso tra il 16,3% e il 17,5% del PIL (mentre nel 2000 era stimato essere tra il 18,2% e il 19,1% del PIL). Dati non distanti dalle stime di Banca d'Italia, che però aggiunge al 18,5% dell'economia sommersa anche un 12,6% di transazioni legate ad attività illegali. Ma la peculiarità della situazione italiana risalta in modo particolare quando si osservano i risultati degli studi comparati sull'economia sommersa. Il confronto con gli altri Paesi è impietoso: a fronte di una media dei Paesi OCSE del 20%, l'economia sommersa in Italia è stata stimata valere il 27% del PIL (media 1999-2010<sup>3</sup>), lo stesso livello della Grecia e quasi il doppio di Francia e Germania. Anche se negli ultimi anni sembra si sia registrata una tendenza alla riduzione dell'economia sommersa, il livello resta drammaticamente elevato e non dovrebbe lasciare indifferente il legislatore, ma spingerlo ad una seria azione di contrasto. Tuttavia, nel corso degli anni il comportamento di molti Governi è andato esattamente nella direzione

<sup>3</sup> Elaborazioni a cura di F. Schneider. L'autore utilizza la metodologia di stima basata sulla circolazione di moneta, diversa da quella utilizzata dall'ISTAT, e dunque perviene a stime differenti. <http://www.economics.uni-linz.ac.at/schneider/>

opposta, con l'approvazione di condoni di ogni tipo e scudi fiscali, misure che hanno come risultato quello di incentivare l'evasione e minare il rapporto di fiducia tra contribuenti onesti e amministrazione finanziaria. Sarebbe ora di abbandonarle! Si osservi, infine, che applicando per ipotesi un'aliquota del solo 10% all'ammontare minimo di prodotto sommerso stimato dall'ISTAT per il 2008, si otterrebbe un gettito aggiuntivo di circa 25 miliardi di euro.

Un'altra leva per recuperare risorse potrebbe essere la revisione degli studi di settore, uno strumento certamente utile, ma non esente da pecche, che spesso mostra segni di debolezza e di iniquità.

Sempre per restare nell'ambito delle entrate, ulteriori risorse potrebbero derivare dal riordino delle *tax expenditures*, di cui si è parlato in precedenza, agevolazioni fiscali, che si sono sovrapposte nel tempo e meriterebbero di essere riconsiderate per valutarne l'attuale coerenza e appropriatezza. Come si è accennato, si tratta di circa 161 miliardi di euro l'anno di mancato gettito (alcune tra le voci più rilevanti sono riassunte nella TAB. 4.11). Non si propone certamente di abolire queste agevolazioni né tanto meno di ridurle linearmente, come invece era stato disposto nella manovra Tremonti dell'estate 2011<sup>4</sup>. La strategia migliore, in questo caso, sarebbe ancora quella di una vera e propria *spending review* che sappia individuare,

innanzitutto, quei regimi di favore fiscale che meno rispondono, o non rispondono più, a criteri di equità o per i quali sono venuti meno i presupposti e le ragioni che ne avevano giustificato l'introduzione.

**TAB. 4.11: Principali *tax expenditures***

| Descrizione                             | Mld. di euro | Beneficiari (milioni) |
|-----------------------------------------|--------------|-----------------------|
| Detrazioni redditi da lavoro            | 37,8         | 28,3                  |
| Iva ridotta al 10% (mancato gettito)    | 23,2         |                       |
| Agevolazioni redditi da capitale        | 15,5         |                       |
| Iva ridotta al 4% (mancato gettito)     | 13,7         |                       |
| Detrazioni familiari a carico           | 10,5         | 11,8                  |
| Detrazione contributi previdenziali     | 4,8          | 11,7                  |
| Deduzione abitazione principale         | 3,1          | 24,2                  |
| Detrazione spese sanitarie              | 2,4          | 14,0                  |
| Detrazione recupero patrimonio edilizio | 2,0          | 4,8                   |
| Agevolazioni acquisto prima casa        | 1,2          | 0,3                   |
| Detrazione mutui abitazione principale  | 1,3          | 4,0                   |
| Detrazione 55% risparmio energetico     | 1,1          | 0,8                   |
| Altro                                   | 47,0         |                       |
| Totale                                  | 161,2        |                       |

Dal lato delle uscite pubbliche, i margini di manovra sulla spesa primaria non sono elevati, anzi appaiono abbastanza ristretti, almeno sulle componenti più rilevanti, escluse le pensioni, già interessate dalla riforma del 2012. Per avere un punto di riferimento, la spesa per la sanità in rapporto al PIL è in media con quella degli altri Paesi (7,4% del PIL nel 2011), e la spesa per l'istruzione è sotto la media (4,2% del PIL nel 2011).

E tuttavia qualche intervento è possibile, al di là di un attento monitoraggio diretto al semplice abbattimento degli sprechi, a cominciare da un processo continuo e ragionato di *spending review*, che dovrebbe coinvolgere non solo le

<sup>4</sup> La manovra aveva introdotto la cosiddetta "clausola di salvaguardia", cioè la revisione dei regimi di agevolazione fiscale, con una riduzione lineare del 5% nel 2013 e del 20% dal 2014, da porre in essere in alternativa ad una serie di provvedimenti in materia fiscale ed assistenziale, concernenti il riordino della spesa in materia sociale e la eliminazione o riduzione dei regimi di favore che si sovrappongono alle prestazioni assistenziali (la Delega si sarebbe dovuta esercitare entro il 30 settembre 2011). L'aumento di gettito era stato valutato in 4 miliardi di euro nel 2013 e 20 miliardi nel 2014.



amministrazioni centrali, ma anche tutti i livelli di governo territoriale. Risorse potrebbero essere recuperate anche dall'abolizione di alcuni enti, a partire dalle Province, con risparmi sensibili nel medio-lungo periodo.

Qualche spazio di manovra dunque esiste, e probabilmente è meno esiguo di quanto si possa pensare, ma occorre trovare un solido accordo politico, per riscrivere le attuali priorità dell'intervento pubblico.

Qualche esempio: è preferibile abolire l'IMU o ridurre il cuneo fiscale sul lavoro o le imposte sui beni di largo consumo? È preferibile mantenere in vita le Province o sostenere gli investimenti pubblici, con l'introduzione della *golden rule* nel Patto di stabilità interno dei Comuni (nel 2010, gli investimenti delle amministrazioni comunali si sono ridotti di 2,5 miliardi di euro)? E si potrebbe continuare.

In conclusione, il nostro Paese sta attraversando la fase forse più difficile dal dopoguerra. Il risanamento dei conti pubblici non può essere la priorità assoluta, soprattutto non si può pensare di risolvere in un periodo di tempo troppo ristretto problemi che hanno origini lontane. Ciò non significa che si debbano ignorare i vincoli europei o disattendere gli impegni sottoscritti (l'Italia ha già pagato molto per problemi di scarsa credibilità), ma questi non devono costituire un alibi per evitare di intraprendere azioni incisive – che forse non avrebbero unanime consenso – dirette a sostenere la crescita e quindi il futuro del nostro Paese.

## 5. L'UFFICIO PARLAMENTARE DI BILANCIO. UN'ANALISI ECONOMICO-GIURIDICA E ALCUNE VALUTAZIONI SULLA LEGGE ISTITUTIVA\*

### 1. Introduzione

A seguito della crisi economica del 2008 e del processo di riforma della *governance* europea, la Commissione europea, e gli stati membri cosiddetti virtuosi (*in primis* la Germania), hanno individuato nel paradigma “regole di bilancio numeriche fisse e un guardiano fiscale nazionale” lo strumento fondamentale per indurre i paesi membri dell’area euro a migliorare la disciplina e la credibilità di bilancio, nell’ottica di un rafforzamento complessivo del Patto di Stabilità e Crescita (PSC). Da qui le prescrizioni del Six-Pack, del Fiscal Compact e del Two-Pack sul pareggio di bilancio e sui *fiscal council*, elementi obbligatori dei *fiscal framework* nazionali. Pertanto, tutti i paesi membri devono dotarsi entro la fine del 2013 di un guardiano fiscale nazionale che vigili sull’osservanza delle regole di bilancio, quelle nazionali e quelle europee, compreso il pareggio di bilancio.

In Italia, la Legge costituzionale 1/2012, che ha introdotto il principio dell’equilibrio di bilancio<sup>1</sup> in Costituzione, ha disposto che con legge rafforzata entro il febbraio 2013 sia costituito un organismo indipendente, presso le Camere, avente compiti di “analisi e verifica degli andamenti di

finanza pubblica e di valutazione dell’osservanza delle regole di bilancio” (art. 5, comma 1, lettera f). La definizione dettagliata dei compiti, nonché della struttura, della *governance* e del finanziamento di questo organismo è demandata alla legge rinforzata di attuazione del disposto costituzionale. Il legislatore ha adempiuto al dettato costituzionale con la Legge 243 del dicembre 2012, che ha disciplinato, tra gli altri aspetti, anche l’istituzione dell’Ufficio Parlamentare di bilancio (UPB), ossia il guardiano fiscale italiano. Al fine di inquadrare la questione, è utile fare riferimento alla letteratura economica sui *fiscal council* e alle esperienze dei paesi che hanno costituito un *fiscal watchdog* da tempo. La normativa europea ha costituito inoltre il quadro di riferimento giuridico imprescindibile per il legislatore italiano, alla prese con l’attuazione del disposto costituzionale. Nel prosieguo, si farà pertanto riferimento sia alla letteratura economica, sia alle norme europee introdotte con la cosiddetta riforma della *governance* europea. Alla luce delle esperienze internazionali e del quadro giuridico europeo, si esaminerà come il legislatore ha concretamente disegnato il *fiscal council* italiano.

### 2. La letteratura sui *fiscal council*

Gli economisti hanno da tempo individuato delle tendenze comuni nell’andamento delle finanze pubbliche dei paesi industrializzati, nei quattro decenni che hanno preceduto lo scoppio dell’attuale crisi economica internazionale. I fenomeni rilevati dagli studi comparati riguardano deficit pubblici (ossia indebitamenti netti nominali) persistentemente elevati, la tendenza a finanziare la spesa pubblica con debito, e un livello medio del debito pubblico, in rapporto al PIL, anch’esso elevato, fenomeni che non trovano riscontro nei precedenti periodi di pace. Alla tendenza verso deficit pubblici elevati si è dato il nome di *deficit bias*, in analogia con quel

\* A cura di Lucio Landi. Le opinioni espresse qui sono strettamente personali e non coinvolgono in alcun modo le istituzioni presso le quali l’Autore svolge la propria attività professionale.

<sup>1</sup> Si veda il combinato disposto dei novellati artt. 97 e 81 della Costituzione. Si tratta di equilibrio inteso in termini strutturali per l’aggregato della Pubblica Amministrazione, a cui corrisponde un equilibrio in termini strutturali per il bilancio dello Stato, e una nozione di equilibrio in termini nominali per i sotto-settori delle Amministrazioni locali e degli Enti previdenziali.

fenomeno noto in letteratura economica con il termine di *inflationary bias*. In entrambi i casi, si tratta di una distorsione della politica economica, che, in un caso, genera deficit e livelli di debito pubblico eccessivi, e nell'altro determina invece un tasso di inflazione elevato.

Accanto a queste tendenze, la letteratura evidenzia altri fenomeni comuni a molti paesi avanzati, quali politiche economiche sempre più procicliche, tali cioè da ampliare il ciclo economico, anziché smorzarne gli effetti, e/o politiche non sostenibili nel lungo periodo, stante il progressivo invecchiamento della popolazione, che determina nel lungo periodo passività implicite (*implicit liabilities*) per la finanza pubblica, legati ai cosiddetti costi di *ageing*. Non mancano poi i paesi in cui il livello di trasparenza dei conti pubblici nazionali è inadeguato.

La letteratura economica ha individuato una serie di spiegazioni del fenomeno del *deficit bias*. Tra queste va menzionato il ciclo elettorale e la miopia degli elettori, che preferiscono un aumento di spesa pubblica e/o un taglio della tassazione nell'immediato, non considerando che nel medio periodo occorrerà una correzione dei conti pubblici. Altre possibili spiegazioni fanno riferimento all'incoerenza temporale della politica economica, al comportamento strategico dei partiti<sup>2</sup>, alle maggioranze parlamentari frammentate (che tendono a determinare un aumento della spesa pubblica, necessaria per tenere insieme i vari segmenti della coalizione) e al fenomeno noto con il nome di *common pool*. Alla base del *deficit bias* vi può essere inoltre la tendenza dei governi a produrre previsioni macroeconomiche e/o di bilancio eccessivamente

ottimistiche nell'ambito della programmazione economico-finanziaria: l'eccesso di ottimismo *ex-ante* sull'evoluzione dell'economia e/o sulle grandezze di bilancio determina quindi, *ex-post*, deficit imprevisi (e quindi un aumento dello stock di debito pubblico).<sup>3</sup>

Queste argomentazioni riguardano la struttura degli incentivi dei *policy maker* e le preferenze degli elettori, in pratica il meccanismo di funzionamento della democrazia; hanno pertanto una portata generale e descrivono meccanismi potenzialmente sempre all'opera nei paesi democratici. Ma se questo è vero, dobbiamo chiederci perché negli anni '50 e '60 non si è prodotto quel fenomeno, il *deficit bias*, da cui siamo partiti.

Gli economisti hanno formulato altre ipotesi per spiegare l'evidenza empirica, attinenti alla crescita della dimensione del settore pubblico nelle economie industrializzate (estensione del *welfare* e della quantità di beni e servizi pubblici forniti), alla globalizzazione, e all'integrazione monetaria dei paesi dell'area dell'euro (per i paesi europei). La globalizzazione, determinando una maggiore apertura al commercio estero, ha provocato in molti paesi occidentali la necessità di accrescere i sussidi e i trasferimenti per quei settori industriali (e i lavoratori) colpiti dalla concorrenza dei nuovi *player* mondiali.<sup>4</sup> L'incremento della spesa pubblica non è stato compensato da incrementi dell'imposizione, in una situazione in cui la pressione fiscale complessiva era già molto alta, mentre una parte della base imponibile (il capitale) è diventata più mobile (e meno tassabile). L'integrazione monetaria europea ha

<sup>2</sup> Un esempio classico di comportamento strategico è quello di una maggioranza di governo che, nella consapevolezza di perdere le elezioni imminenti, mette in atto politiche di bilancio tali da rendere difficile l'attuazione del programma di governo dei probabili vincitori della consultazione elettorale.

<sup>3</sup> Previsioni eccessivamente ottimistiche sulle variabili macroeconomiche e/o di bilancio consentono di rimandare dolorosi aggiustamenti dei conti pubblici, dannosi in termini elettorali.

<sup>4</sup> Occorre anche ricordare che, durante il periodo in esame, il tasso di crescita medio del PIL della maggior parte dei paesi industrializzati si è ridotto.

invece rafforzato gli incentivi per politiche di bilancio non sostenibili da parte di alcuni paesi periferici, i quali si sono avvantaggiati dai bassi tassi di interesse prevalenti nell'area euro. La moneta unica ha impedito, per lungo tempo, il funzionamento di quei meccanismi di mercato (deprezzamento del tasso di cambio e aumento dei tassi di interesse) che si accompagnano normalmente alle politiche di bilancio espansive e che spingono per una correzione di rotta. In sostanza, la moneta unica ha consentito ad alcuni paesi periferici politiche di bilancio non responsabili e comportamenti da *free-rider*.<sup>5</sup>

### 3. Le soluzioni individuate dalla letteratura economica

La teoria economica ha individuato una serie di possibili soluzioni alla questione del *deficit bias*: la cosiddetta *independent fiscal authority*, il *fiscal council* (che non è un sinonimo di *fiscal authority*), le norme procedurali sulla formazione del bilancio, le regole fiscali numeriche permanenti, una combinazione degli strumenti precedenti, in particolare l'introduzione di regole fiscali numeriche e di un *fiscal council*. Le regole fiscali sono uno strumento per limitare la discrezionalità del *policy maker*, rafforzando la credibilità della politica di bilancio, attraverso una correzione della struttura degli incentivi del decisore politico, struttura, che, come abbiamo visto in precedenza, lo induce, tendenzialmente, a comportamenti non virtuosi nella gestione della politica di bilancio.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> A crisi deflagrata, gli stati virtuosi (la Germania e i suoi satelliti) e la Commissione europea hanno imposto drastiche correzioni al funzionamento dell'Unione monetaria, con la riforma della *governance* europea e il Fiscal Compact, come si dirà più avanti.

<sup>6</sup> Le regole fiscali numeriche permanenti possono riguardare le entrate, la spesa, il debito e i saldi di bilancio. Negli ultimi venticinque anni vi è stata una proliferazione di regole fiscali numeriche, soprattutto nei paesi europei. Nell'ambito europeo, inizialmente

La *fiscal authority* costituisce una soluzione del tutto impraticabile nella realtà, in quanto prevede che la politica di bilancio sia delegata ad un soggetto non eletto, sulla falsariga del banchiere centrale indipendente. Mentre nel caso della politica monetaria, può avere senso la delega a un soggetto non eletto al fine di mitigare l'*inflationary bias* (cioè l'eccesso di inflazione creato dal *policy maker*), nel caso della politica di bilancio, la delega non è concepibile nei regimi democratici. Spetta, infatti, ai parlamenti decidere quanto tassare, come tassare e come utilizzare il gettito tributario (per quali beni, per quali servizi). Non a caso l'istituzione parlamentare storicamente nasce per controllare la politica di bilancio del sovrano assoluto, in base al principio "*no taxation without representation*". Una volta chiarito che la *fiscal authority* costituisce un'ipotesi accademica astratta e non realizzabile (non è un caso che non ne esistano esempi al mondo), possiamo esaminare in dettaglio le istituzioni che prendono il nome di *fiscal council*.

### 4. Il *fiscal council*

#### *Definizione e obiettivi*

I *fiscal council* sono definiti come *watchdog* fiscali, cioè organismi nazionali, finanziati con fondi pubblici, aventi lo scopo di indurre i governi a comportamenti responsabili in materia di politiche di bilancio. Gli obiettivi che si vogliono conseguire con l'istituzione di un *fiscal council* nazionale sono in genere molteplici:

---

esse riguardavano principalmente i livelli di governo sub-centrali, successivamente sono state introdotte a livello dell'intera PA e/o del sotto-settore della previdenza. Il fenomeno si spiega sia con l'aumento della spesa previdenziale, sia con i requisiti del Patto di Stabilità e Crescita, che pone vincoli numerici sul deficit della PA (3 per cento del PIL) e sul debito dell'intero settore pubblico (sessanta per cento del PIL).

- 1) ridurre il *deficit bias* e la pro-ciclicità delle politiche di bilancio;
- 2) ripristinare la credibilità della politica di bilancio, ove essa sia venuta meno;
- 3) migliorare la trasparenza dei conti pubblici, e la consapevolezza dell'opinione pubblica sul vincolo di bilancio intertemporale del governo;<sup>7</sup>
- 4) rafforzare la sostenibilità del debito pubblico nel lungo periodo (tenendo, ad esempio, in debito conto i costi di *ageing* e le altre passività implicite del bilancio pubblico);
- 5) implementare good practices internazionali nel campo della politica di bilancio.

In sintesi, con l'istituzione di un *fiscal council* si intende accrescere la disciplina e la responsabilità fiscale. Spesso l'introduzione di regole fiscali numeriche si accompagna alla creazione di un *fiscal council*, che vigili sull'osservanza delle regole stesse. L'utilizzo contemporaneo di entrambi gli strumenti discende dal rischio, concreto, che il *policy maker* sia tentato, grazie al monopolio informativo di cui gode sulla finanza pubblica e la politica di bilancio, di aggirare le regole numeriche esistenti nel *fiscal framework* nazionale.<sup>8</sup> Si rende quindi opportuna la presenza di un organismo, un soggetto autonomo dall'esecutivo, che funga da guardiano delle regole fiscali introdotte dal legislatore.<sup>9</sup>

Va chiarito subito che al guardiano fiscale non sono, né possono essere, attribuiti compiti di definizione e conduzione della politica di bilancio,

che resta saldamente nelle mani del governo, all'interno del circuito fiduciario che si stabilisce nelle democrazie parlamentari tra l'esecutivo e l'organo legislativo elettivo. Il compito del guardiano fiscale è quello di scoraggiare politiche *unsound*, aumentando i costi "reputazionali" dei governi, in caso di violazione dell'impegno ad adottare politiche di bilancio sostenibili. Affinché il meccanismo di dissuasione delineato funzioni, è necessario che il *fiscal council* aiuti il parlamento e l'elettorato a formarsi un'opinione non distorta (*unbiased*) sulle politiche di bilancio del governo. E' necessario, in altre parole, infrangere il monopolio governativo dell'informazione sul bilancio pubblico e le politiche di bilancio, a beneficio dei parlamentari, *in primis*, e dell'opinione pubblica.

Proprio perché la responsabilità della politica di bilancio non può che rimanere saldamente nel circuito fiduciario parlamento-governo, nessun *fiscal council* potrà mai impedire a un governo, sorretto dalla maggioranza parlamentare, di adottare politiche *unsound*. E' fondamentale sottolineare, infatti, che il guardiano fiscale non ha poteri sanzionatori nei confronti del governo, dal momento che il giudizio sulle politiche attuate dal governo spetta solo al parlamento e, in ultima analisi, all'elettorato. Il *fiscal council* non ha poteri interdittivi sul parlamento; non ha i poteri della magistratura, né quelli tipici della Corte dei Conti e non esercita controlli giurisdizionali.<sup>10</sup> Il

<sup>7</sup> Maggiore spesa pubblica e/o minori imposte oggi implicano, *ceteris paribus*, la necessità di operare manovre correttive sui conti pubblici domani.

<sup>8</sup> Con il termine *fiscal framework* si intende l'insieme delle istituzioni, delle regole e delle procedure riguardanti la politica di bilancio di ciascun paese.

<sup>9</sup> L'introduzione di regole (pareggio di bilancio), accompagnata dalla creazione di un guardiano nazionale, costituisce la soluzione adottata dall'Unione europea, come vedremo più avanti, per rafforzare la disciplina di bilancio nei singoli stati membri.

<sup>10</sup> L'attività dei *fiscal council* differisce da quella esercitata tipicamente dalla corte dei conti, non soltanto per la mancanza di poteri giurisdizionali, ma anche perché le analisi svolte sono di tipo *forward looking* e fondate su principi economici, mentre quelle della corte dei conti sono di tipo *backward looking* e basate su principi prettamente giuridici. Le attività del *fiscal council* e della corte dei conti sono quindi complementari e distinte. La valutazione *ex-ante* (su base economica) della politica di bilancio e quella *ex-post* (su base giuridica) devono essere svolte da istituzioni distinte, non soltanto perché richiedono *expertise* diversi, ma anche per evitare il rischio che la

meccanismo su cui si fonda il funzionamento del *fiscal council* è invece un meccanismo di dissuasione, che, per poter essere efficace, deve avere effetto sulla reputazione del governo agli occhi degli elettori. Solo il corpo elettorale, con il voto, potrà eventualmente punire il governo (e la maggioranza che lo sostiene) per aver adottato politiche di bilancio irresponsabili.

Naturalmente affinché vi sia la possibilità che un governo irresponsabile possa (eventualmente) essere punito dagli elettori, e quindi che il meccanismo di dissuasione sopra descritto sia credibile, è necessario un contesto di democrazia matura, con mezzi di comunicazione liberi, una opinione pubblica informata, elettori che prendono le decisioni di voto in modo informato e consapevole. E' fondamentale cioè che le analisi del guardiano fiscale abbiano un impatto importante sul dibattito pubblico, allo scopo, come si è detto, di accrescere i costi di reputazione del governo. I *fiscal council* non possono esercitare la funzione di dissuasori nei paesi in cui i mezzi di informazione sono sotto il controllo del governo (o di oligarchie), e la qualità dei processi democratici, al di là degli aspetti puramente formali, è nella sostanza insoddisfacente.<sup>11</sup> Le analisi e i rapporti periodici del *fiscal council* devono trovare quindi adeguata pubblicità. La copertura mediatica e la capacità di incidere sul dibattito pubblico nazionale relativo allo stato della finanza pubblica e alle politiche di bilancio sono elementi essenziali per il successo di tali istituzioni.

---

valutazione *ex-post* finisca per essere contaminata dalle valutazioni elaborate *ex-ante* dal medesimo organismo.

<sup>11</sup> Negli ultimi anni la costituzione di un *fiscal council* nazionale viene spesso raccomandata dagli organismi internazionali alle autorità di paesi emergenti o in via di sviluppo, come parte del processo di rafforzamento delle istituzioni domestiche. Non sempre però si presta la dovuta attenzione alla qualità sostanziale della democrazia in quei paesi.

### **Requisiti essenziali**

Affinché il guardiano possa svolgere al meglio i suoi compiti, alcuni requisiti sono ritenuti indispensabili dalla letteratura economica. Essi riguardano l'indipendenza, il mandato, il finanziamento, l'accesso alle informazioni, il personale, la trasparenza e l'*accountability*.

In primo luogo, il guardiano fiscale deve essere indipendente (o funzionalmente autonomo) dall'autorità di politica di bilancio (ossia il governo e il parlamento), *nonpartisan*, *accountable* e apparire tale.<sup>12</sup> Solo un organismo realmente indipendente può acquisire la credibilità e la autorevolezza necessarie per l'espletamento delle funzioni attribuite. Un pre-requisito per garantirne l'effettiva indipendenza, e metterlo al riparo da tentativi di condizionamento (o peggio, dal rischio di smantellamento), è che la sua istituzione sia prevista da una norma avente forza di legge, che ne specifichi il mandato.<sup>13</sup> Essenziale è inoltre la definizione, per legge, dei criteri e delle procedure di nomina dei vertici, da una parte, della *governance* dell'organismo, dall'altra, al fine di evitare condizionamenti esterni.<sup>14</sup> La

---

<sup>12</sup> Da un punto di vista giuridico, lo status giuridico dei *fiscal council* varia da caso a caso, dipendendo dall'assetto istituzionale complessivo del paese. Può trattarsi di un'agenzia sottoposta all'autorità formale dell'esecutivo (come nel caso dell'OBR britannico e del CBP olandese), di una *authority*, oppure di un organismo collocato presso il parlamento (come nel caso del CBO statunitense).

<sup>13</sup> Il mandato deve essere sufficientemente ampio per consentire al *fiscal council* di condurre tutte le analisi che ritiene opportune per il dibattito pubblico sulla politica di bilancio. All'interno del mandato, deve essere assicurata all'organismo sufficiente autonomia nella formulazione del proprio piano di lavoro.

<sup>14</sup> Per mitigare il rischio di condizionamenti esterni, in alcuni paesi è previsto l'obbligo di nominare esperti stranieri nel *board* dell'istituzione (Portogallo, Svezia, Irlanda). Normalmente il mandato dei vertici dell'istituzione è sufficientemente lungo, incorrelato con il ciclo politico e non rinnovabile; d'altro canto la

scelta, al vertice del *fiscal council*, di personalità di comprovata indipendenza, autorevolezza e indiscutibile competenza nel campo dell'economia e della finanza pubblica rappresenta un elemento fondamentale per il successo.<sup>15</sup>

Un altro elemento fondamentale per l'efficacia del *fiscal council* è la previsione di finanziamenti pubblici, determinati con legge, adeguati al mandato e disponibili su un orizzonte temporale pluriennale.<sup>16</sup> L'evidenza empirica mostra, infatti, che il modo più semplice per mettere a tacere i *fiscal council* scomodi è proprio quello di ridurre le risorse finanziarie necessarie per il loro funzionamento.<sup>17</sup>

Il *fiscal council*, inoltre, per poter svolgere i propri compiti, deve avere accesso permanente e diretto a tutte le informazioni e i dati detenuti dagli organismi nazionali competenti in materia di finanza pubblica (*in primis* il ministero dell'economia e gli altri soggetti della pubblica amministrazione, ma anche l'istituto statistico nazionale, la Banca Centrale, la Corte dei Conti); in particolare, è fondamentale garantire l'accesso diretto alle banche dati sulla finanza pubblica gestite dai soggetti sopra menzionati.<sup>18</sup> Quello

dell'accesso alle informazioni, comprese le ipotesi e le metodologie alla base dei documenti di programmazione del governo e del disegno di legge di bilancio, è un altro punto cruciale per il buon funzionamento, che si spiega con l'esigenza, sopra menzionata, di infrangere il monopolio informativo del governo.<sup>19</sup>

Per il successo delle attività svolte, risulta fondamentale per il *fiscal council* dotarsi di proprio personale, permanente, altamente qualificato per i compiti tecnici da svolgere, da selezionarsi con procedure pubbliche e trasparenti, fondate sul merito e sulla competenza.<sup>20</sup> La complessità e gli aspetti interdisciplinari della finanza pubblica suggeriscono la necessità di far convivere nello stesso organismo saperi diversi (ma con una netta prevalenza della formazione economico-quantitativo, in virtù dei compiti da svolgere) ed esperienze professionali diverse. Normalmente nei *fiscal council* il personale proviene sia dall'accademia, sia dalle istituzioni competenti sulla finanza pubblica (ministeri, Banca Centrale, Istituto Statistico, Corte dei Conti), sia dai centri di ricerca privati e dalle università.<sup>21</sup> La

fatto che non è (o meglio non dovrebbe essere) possibile opporre la riservatezza delle informazioni alle richieste dell'organismo.

<sup>19</sup> Le resistenze degli apparati amministrativi a condividere le informazioni con il *fiscal council* sono un ulteriore elemento di difficoltà per il buon funzionamento dell'istituzione, come dimostra l'evidenza empirica.

<sup>20</sup> La dimensione dello staff varia molto da un'istituzione all'altra, e dipende dal tipo di mandato affidato al *fiscal council*. In pratica si passa da uno staff ristrettissimo, come quello svedese e irlandese, ad oltre 100 persone, come nel caso della Corea del Sud, dell'Olanda e degli Stati Uniti.

<sup>21</sup> Nel caso in cui le analisi del *fiscal council* fossero giudicate politicamente *biased* e/o non scientificamente fondate, i componenti dello staff provenienti dall'accademia incorrerebbero in costi derivanti dalla perdita di reputazione, più alti rispetto al resto dello staff. Questo è un altro motivo per cui si attinge anche dall'accademia per il reclutamento del personale.

legge prevede garanzie contro il rischio che il governo possa licenziare i vertici in caso di dissenso.

<sup>15</sup> A questo proposito si può osservare che non basta fissare nella legge tali principi per la nomina dei vertici, se successivamente, nella prassi, viene aggirato lo spirito della norma con nomine discutibili (e magari frutto di lottizzazione politica). A dimostrazione del fatto che la costituzione di un *fiscal council* non è sufficiente *sic et simpliciter* per indurre comportamenti responsabili nelle classi dirigenti; è necessario anche un cambiamento di mentalità.

<sup>16</sup> A differenza della Banca Centrale, il *fiscal council* non è in grado di generare ricavi dalle proprie attività e necessita quindi di finanziamenti, i quali, per evitare condizionamenti, non devono giungere dal settore privato.

<sup>17</sup> E' accaduto in Ungheria, Svezia e Canada.

<sup>18</sup> Una delle principali differenze tra i *fiscal council* e i centri di ricerca universitari e privati sta proprio nel

combinazione di saperi ed esperienze diverse contribuisce alla qualità dei risultati.<sup>22</sup>

I *fiscal council* devono riferire al parlamento e all'opinione pubblica sui risultati dell'attività di analisi e di valutazione, in modo tempestivo e appropriato.<sup>23</sup> L'attività informativa verso il Parlamento si esplica sia in rapporti d'analisi, sia in audizioni parlamentari, normalmente presso le commissioni parlamentari competenti. Il coinvolgimento durante la fase di programmazione e la sessione di bilancio è fondamentale, in quanto si tratta del momento in cui il *fiscal council* offre ai parlamentari le proprie valutazioni sul rispetto *ex-ante* delle regole di bilancio, sulle previsioni del governo ecc., contribuendo in questo modo alla qualità del dibattito parlamentare e, possibilmente, a scelte ponderate e consapevoli da parte dei parlamentari. La sessione di bilancio non esaurisce l'attività dei *fiscal council*, i quali elaborano anche rapporti periodici sullo stato della finanza pubblica e valutazioni sul conseguimento *ex-post* degli obiettivi di bilancio. Tutti i rapporti e le analisi, con una piena *disclosure* dei dati e della metodologia, vengono resi disponibili per l'opinione pubblica gratuitamente. L'*accountability* e la trasparenza sono fattori alla base

dell'acquisizione di reputazione e di credibilità da parte dell'organismo.

### ***Le funzioni svolte***

Generalmente i *fiscal council* svolgono una attività di analisi positiva sulla politica di bilancio e sull'andamento della finanza pubblica, sebbene non manchino esempi di istituzioni impegnate nel campo dell'analisi normativa (valutazioni normative sull'andamento della finanza pubblica, e/o raccomandazioni di *policy*).<sup>24</sup> In contesti federali, il *fiscal council* può assumere anche il ruolo di arbitro indipendente tra il governo centrale e i governi sub-centrali, contribuendo al coordinamento delle politiche di bilancio. E' questo il caso dell'High Council of Finance in Belgio, che fornisce raccomandazioni sugli obiettivi specifici di saldo di bilancio per ciascun livello di governo.

A parere di chi scrive l'analisi normativa, da una parte non è strettamente necessaria allo svolgimento del compito di dissuasore, dall'altra ha implicazioni politiche delicate con riferimento al rapporto fiduciario governo-parlamento.<sup>25</sup> Non è un caso quindi che il mandato affidato a molti *fiscal council* sia limitato alla sfera dell'analisi positiva.

L'attività di analisi positiva si estrinseca in una serie di compiti, che vanno dalla verifica

<sup>22</sup> La presenza di esperti di finanza pubblica provenienti dai ministeri (e in generale dalla PA) apporta all'istituzione quella conoscenza approfondita della contabilità e dei bilanci pubblici, maturata sul campo, che potrebbe mancare ai ricercatori accademici. Con riferimento al personale proveniente dai ministeri, un punto delicato è il rapporto di lavoro con il precedente datore di lavoro. Al fine di evitare il rischio potenziale di condizionamenti, sembrerebbe preferibile limitare al massimo i distacchi temporanei dalle amministrazioni di provenienza, privilegiando invece rapporti di lavoro a tempo indeterminato nel *fiscal council*.

<sup>23</sup> Valer la pena precisare che i compiti di informazione verso il parlamento riguardano tutti i *fiscal council*, quale che sia il loro status giuridico e la loro collocazione (dentro o fuori il parlamento, come vedremo più avanti).

<sup>24</sup> In ambito europeo istituzioni impegnate nell'analisi normativa si trovano in Belgio (High Council of Finance), Germania (Advisory Board to the Federal Ministry of Finance), Austria (Government Debt Committee) e Danimarca (Economic Council).

<sup>25</sup> Si tratta comunque di un punto molto dibattuto, sul quale non vi è consenso tra gli osservatori. E' un'opinione di chi scrive che eventuali raccomandazioni sulla *fiscal stance* più appropriata in una determinata fase del ciclo economico, ovvero su questa o quella opzione della politica di bilancio, possano finire per politicizzare l'organismo, mettendone a rischio l'indipendenza e pertanto andrebbero evitate.

dell'andamento dei conti pubblici in tempo reale (*real time forward looking assessment*), alla verifica (*ex-ante* ed *ex-post*) del rispetto delle regole e degli obiettivi di bilancio, dall'analisi di sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche, alla quantificazione delle principali misure economiche proposte dal governo (ovvero verifica delle quantificazioni), dalla valutazione dei principali *fiscal risk*,<sup>26</sup> alla analisi di sensitività.<sup>27</sup>

Una particolare attenzione merita la predisposizione di previsioni macroeconomiche e/o di bilancio, che molti *fiscal council* svolgono.<sup>28</sup> Una valutazione indipendente dell'evoluzione della finanza pubblica e del

rispetto (*ex-ante*) degli obiettivi di bilancio presuppone un'analisi del quadro macroeconomico su cui si basa la programmazione pluriennale di bilancio del governo. Questo spiega perché molti *fiscal council* elaborino proprie previsioni macroeconomiche, confrontandole con quelle elaborate dal governo. L'evidenza empirica dei paesi occidentali mostra che il ricorso a previsioni macroeconomiche ottimistiche in fase di programmazione (*ex-ante*) è una pratica frequente per i governi. La mancata realizzazione delle previsioni macroeconomiche comporta (*ex-post*) un disavanzo di bilancio non previsto;<sup>29</sup> pertanto, previsioni realistiche e caute costituiscono un requisito essenziale per la disciplina e la responsabilità fiscale. Molti *fiscal council* elaborano anche un quadro previsionale di finanza pubblica, che confrontano con quello predisposto dal governo in fase di programmazione.

Laddove il guardiano fiscale elabori proprie previsioni macroeconomiche e/o di bilancio, si pone la questione del rapporto tra questi quadri previsionali e quelli elaborati dal governo. Normalmente non vi è alcun obbligo di legge gravante sul governo di utilizzare in fase di programmazione le previsioni macroeconomiche elaborate dal *fiscal council* nazionale. Nella pratica, spesso le previsioni governative tendono a convergere verso di esse: in questi casi possiamo dire che il guardiano fiscale dispiega efficacemente la propria azione di disciplina, dissuadendo, con la sua presenza, il governo da comportamenti opportunistici (ossia l'utilizzo di previsioni *biased*). Meritano una menzione tre casi particolari: in Belgio<sup>30</sup>, Olanda e Austria,

<sup>26</sup> Con il termine *fiscal risk* si intende la possibilità di deviazioni significative delle grandezze di bilancio rispetto alle previsioni di bilancio. Le fonti di rischio possono essere diverse: sviluppi macroeconomici inattesi, disastri naturali, emersione di *contingent liabilities* (relative al settore bancario, ai livelli di governo sub-nazionali o alle imprese pubbliche), escussione di garanzie prestate (*in primis* a favore di PPP, *public-private partnership*), dispute legali o applicazione di sentenze (della corte costituzionale e/o della magistratura) aventi impatto sulla finanza pubblica.

<sup>27</sup> La cosiddetta analisi di sensitività mira a valutare l'impatto di scenari macroeconomici alternativi sulla finanza pubblica (indebitamento netto e debito pubblico); viene anche condotta per valutare l'impatto della spesa per interessi sul debito pubblico in scenari alternativi sull'andamento dei tassi di interesse.

<sup>28</sup> Alcuni *fiscal council*, indipendentemente dalla predisposizione o meno di proprie previsioni, forniscono una valutazione indipendente e *unbiased* della qualità di quelle elaborate dal governo. Il fine è sempre quello di ridurre l'eventuale *deficit bias* originato dalle previsioni eccessivamente ottimistiche. Come vedremo oltre, la certificazione delle previsioni macroeconomiche governative da parte del *fiscal council* nazionale è una delle due opzioni previste da un nuovo regolamento comunitario appena entrato in vigore. L'altra opzione prevista dal regolamento, più drastica, consiste nell'affidare direttamente al guardiano fiscale l'elaborazione delle previsioni macroeconomiche alla base della programmazione pluriennale di bilancio.

<sup>29</sup> La presenza di errori sistematici nelle previsioni porta a deficit persistenti, e quindi ad accumulo di debito.

<sup>30</sup> Il caso belga è piuttosto complesso. La legge istitutiva del NAI, uno dei *fiscal council* del paese, poneva l'obbligo di legge per il governo di utilizzare le

benché non vi sia un obbligo formale di legge, per prassi il governo adotta le previsioni macroeconomiche del *fiscal council* nazionale, motivando eventuali deviazioni.<sup>31</sup>

Anche con riferimento ai quadri previsionali di finanza pubblica, non vi è alcun obbligo legale di adozione da parte del governo. In Germania, tuttavia, le previsioni delle grandezze di bilancio elaborate da uno dei *fiscal council* nazionali (il Working Party on Tax Revenue Forecasting) vengono adottate per prassi nella programmazione di bilancio del governo, fin dal 1968.<sup>32</sup> Lo stesso accade in Olanda, con le previsioni elaborate dal CPB, sebbene non vi sia alcun obbligo legale.

## 5. Uno sguardo ai *fiscal council* attivi

I *fiscal council* attivi nel mondo occidentale sono piuttosto numerosi; essi svolgono tutte, o soltanto alcune delle funzioni precedentemente descritte (analisi positiva e/o normativa, monitoraggio della finanza pubblica, quantificazioni (o verifica delle quantificazioni), previsioni macroeconomiche e/o

previsioni adottata dal NAI. La portata reale di tale obbligo è stata posta però in dubbio da alcuni osservatori. Ad ogni modo, attualmente la legislazione vigente non prevede alcun obbligo formale, ma le previsioni vengono comunque adottate nella prassi. Si veda: “Fiscal frameworks across Member States: Commission services country fiches from the 2011 EPC peer review” (2012), Occasional paper 91, EU Commission services. Inoltre, va sottolineato che il NAI (un organismo privo di proprio personale e costituito solo da un *board* dove siedono rappresentanti del ministero dell’economia, della banca centrale, dell’istituto di statistica e del Federal Planning Bureau, FPB) non produce previsioni, ma fornisce il proprio *endorsement* al quadro previsionale elaborato da un altro *fiscal council* belga, appunto l’FPB. Nel caso belga, le previsioni certificate dal NAI sono essenzialmente previsioni di consenso.

<sup>31</sup> Vale la pena di sottolineare che nei pochi casi di deviazioni dalle previsioni del *fiscal council*, il quadro previsionale governativo era più pessimistico.

<sup>32</sup> Occorre però precisare che le previsioni di finanza pubblica elaborate dal Working Party on Tax Revenue Forecasting si basano sul quadro macroeconomico predisposto dal governo.

di bilancio, analisi di sostenibilità di lungo periodo, analisi di sensitività). Si tratta di un quadro molto differenziato, in cui vi sono organismi di antica data e altri di costituzione recente. Vi sono anche casi di paesi in cui sono presenti più di un organismo indipendente (Belgio, Austria e Germania, ad esempio), con funzioni a volte diversificate, a volte sovrapponibili per certi versi.

Un elemento importante di differenziazione tra i *fiscal council* è la collocazione, parlamentare o extra-parlamentare. I *fiscal council* collocati presso il parlamento hanno come capostipite il Congressional Budget Office statunitense (CBO), fondato nel 1974. Il modello parlamentare statunitense è stato adottato successivamente in Corea del Sud (NABO, 2003), in Canada (PBO, 2006) e in Australia (PBO, 2011).

In Europa prevale invece il modello extra-parlamentare: si tratta di agenzie funzionalmente indipendenti, anche se giuridicamente costituiscono un’articolazione della pubblica amministrazione.

Anche il design dell’organo di vertice assume forme diverse: vi sono organismi a guida collegiale (tipicamente un *board*), altri con un vertice di tipo monocratico. Vale la pena notare che tutti i *fiscal council* collocati presso il parlamento (CBO, NABO, PBO Canada, PBO Australia) hanno un vertice di tipo monocratico.

Poiché il CBO, come vedremo, ha rappresentato il modello che ha ispirato il legislatore costituzionale italiano, può essere utile esaminarne brevemente le caratteristiche.

## Il Congressional Budget Office

Il CBO è un organismo indipendente, *nonpartisan*, che costituisce parte integrante della procedura di bilancio presso il Congresso degli Stati Uniti. Nacque nel clima di profonda sfiducia

dell'opinione pubblica statunitense verso l'istituzione presidenziale, a seguito dello scandalo Watergate del 1974. Fu concepito come uno strumento per rafforzare il controllo parlamentare sulla politica di bilancio del Presidente e oggi costituisce un esempio di competenza, indipendenza, reputazione e assoluta credibilità. E' guidato da un Direttore, scelto dai vertici delle Camere<sup>33</sup>, sentite le Commissioni Bilancio, con un mandato di quattro anni, rinnovabile; il Direttore nomina il Vice Direttore. Produce previsioni macroeconomiche (due volte l'anno) e sul bilancio (tre volte l'anno) su un arco temporale di dieci anni, a legislazione vigente, base per l'attività di "scoring" (valutazione dell'impatto delle nuove misure). Analizza la proposta di bilancio del Presidente degli Stati Uniti e ne stima l'impatto economico sulla base del proprio quadro previsionale. Ciò consente al Congresso di confrontare la proposta del Presidente sia con proposte alternative, sia con lo scenario previsionale di base del CBO. Tra i compiti del CBO vi è anche quello di elaborare scenari di finanza pubblica a 25 anni e 75 anni, per studiare l'impatto del trend demografico di lungo periodo. Infine, esso svolge formale attività di quantificazione per ogni progetto di legge approvato dalle commissioni parlamentari. In aggiunta, fornisce stime preliminari e informali per proposte di legge o di emendamento, a richiesta delle commissioni, in ogni fase del processo legislativo.

Svolge analisi su richiesta sia della Camera dei Rappresentanti, sia del Senato, sia dei gruppi parlamentari (democratici e repubblicani) presso

ciascuna delle camere, allocando equamente le risorse tra le due Camere e i gruppi parlamentari. Come attività residuale, e nei limiti delle risorse disponibili, produce analisi su richiesta di singoli parlamentari. Il personale (circa 240 unità), è altamente qualificato (due terzi dei dipendenti possiede il PhD), è composto per la maggior parte da economisti, e percepisce una remunerazione superiore alla media corrisposta dalle amministrazioni federali. L'organismo lavora in rapporto di leale collaborazione con gli uffici governativi (Office of Management and Budget, OMB), senza che ciò comporti il venir meno dell'indipendenza di giudizio e della reputazione. Non svolge analisi normativa.

## 6. I *fiscal council* in Europa e la riforma della governance europea

In Europa i *fiscal council* nascono storicamente come istituzioni collocate al di fuori dal parlamento. I primi organismi europei sono stati fondati negli anni '40 e '50 (come il CPB olandese, nel 1947, e il tedesco Working Party on Tax Revenue Forecasting nel 1955), quindi molto tempo prima della costituzione del CBO statunitense, il più importante *fiscal council* nel mondo, e prima che la letteratura economica teorizzasse il "guardiano fiscale". Alcuni di essi avevano altre finalità in origine, e il mandato ad essi affidato è stato progressivamente modificato nel corso del tempo, al variare delle circostanze e delle necessità del paese, senza seguire un disegno predeterminato. Nel corso del tempo si sono evoluti in ciò che oggi noi propriamente chiamiamo *fiscal council*.

A partire dagli anni 2000, molti paesi europei che ne erano sprovvisti si sono dotati di un *fiscal council*: la Svezia nel 2007, l'Ungheria nel 2009, la Slovenia nel 2010, il Regno Unito nel 2010-2011, il Portogallo e l'Irlanda nel 2011. In tutti questi casi, a differenza di quanto accaduto negli

<sup>33</sup> Più precisamente, lo Speaker della Camera dei Rappresentanti e il Presidente pro-tempore del Senato, ossia il senatore più anziano del partito di maggioranza. La nomina quindi non è di competenza del Vice Presidente degli Stati Uniti, che esercita anche la funzione di Presidente del Senato, ai sensi della Costituzione degli Stati Uniti.

anni '40 e '50, il legislatore ha effettuato una scelta consapevole e dettata da necessità interne o spinte esterne, optando per l'introduzione di uno strumento di disciplina fiscale, ormai codificato e teorizzato dalla letteratura economica, e considerato da tempo a livello internazionale una *best practice* nel campo della finanza pubblica.

Occorre osservare, a questo proposito, che in ambito europeo vi è stata una forte pressione esterna, esercitata dalle istituzioni comunitarie, affinché gli stati membri ancora sprovvisti di *fiscal council* se ne dotassero. A seguito della crisi economica del 2008 e del processo di riforma della *governance* europea, infatti la Commissione europea ha visto nel guardiano fiscale uno strumento in grado di aiutare i paesi membri a migliorare la disciplina e la credibilità di bilancio, nell'ottica di un rafforzamento della capacità degli stati di rispettare il Patto di Stabilità e Crescita (PSC). Non è un caso che il Portogallo e l'Irlanda costituiscano il proprio *fiscal council* nel 2011.

La crisi economica, infatti, evidenzia drammaticamente i limiti del Patto, fondato sulla sorveglianza ex-post delle politiche di bilancio. In particolare, per gli stati virtuosi (la Germania *in primis*) e per la Commissione, il PSC non è in grado di impedire che gli squilibri macroeconomici e finanziari di alcuni paesi si riflettano sulla stabilità finanziaria ed economica dell'intera Unione europea; d'altra parte si ritiene che nel PSC non vi siano incentivi sufficienti per la riduzione del debito pubblico. Nell'ambito della riforma della *governance* europea, nota come Six-Pack, insieme al rafforzamento del PSC (rafforzamento dei bracci preventivo e di quello correttivo, introduzione del Semestre europeo), vengono anche definiti i requisiti minimi che il *fiscal framework* di ciascun paese deve rispettare. Si tratta di una serie di prescrizioni poste dalla normativa europea che riguardano, fra l'altro il sistema contabile, le metodologie e le prassi in

materia di previsioni, le norme e le procedure di bilancio, la programmazione di bilancio di medio termine e i sistemi di coordinamento della finanza pubblica tra livelli diversi di governo. Nella Direttiva 85/2011 (parte del Six-Pack) il *fiscal council* è indicato come un elemento necessario del *fiscal framework* nazionale, avente lo scopo di vigilare in modo tempestivo ed efficace sull'osservanza delle regole di bilancio nazionali. Entro il 31 dicembre 2013 gli stati membri dovranno implementare gli atti normativi necessari al rispetto degli obblighi posti dalla Direttiva.

Nel continuo, affannoso, sforzo di trovare soluzione alla crisi che grava sull'area euro, altre innovazioni sono state introdotte. Nel marzo del 2012, su pressione della Germania, è stato infatti sottoscritto il Fiscal Compact o, meglio, il Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione economica e monetaria (TSCG), di cui il Fiscal Compact è una parte (Titolo III). Il Fiscal Compact è un trattato intergovernativo, sottoscritto da 25 stati appartenenti alla Ue; esso non è una Direttiva o un Regolamento europeo; non è il frutto del metodo comunitario, bensì di quello inter-governativo.

Con il Fiscal Compact si ribadisce l'obbligo per gli stati contraenti di costituire un organismo indipendente, nel caso in cui essi ne siano sprovvisti. Tale organismo, infatti, deve vigilare sul rispetto di una delle due regole fiscali fissate con il Trattato. La prima regola (art. 3, comma 1), stabilisce che il conto consolidato della PA deve essere in pareggio o presentare un avanzo. La regola è rispettata se l'indebitamento netto strutturale è pari (o almeno converge velocemente) all'obiettivo di bilancio di medio termine (Medium Term Objective, MTO) del paese, come definito dal PSC, con un limite inferiore di -0,5 per cento (-1 per cento per paesi

con debito/PIL inferiore al 60 per cento).<sup>34</sup> Al fine di correggere le deviazioni rispetto all'MTO, comprese quelle per circostanze eccezionali, il Trattato impone ai paesi firmatari l'istituzione di meccanismi automatici di correzione, disegnati sulla base di Common Principles elaborati dalla Commissione europea (art. 3, comma 2). Il Trattato prevede espressamente che organismi indipendenti nazionali debbano monitorare il rispetto della regola, compreso il funzionamento dei meccanismi correttivi automatici e l'utilizzo delle clausole di salvaguardia in caso di eventi eccezionali.<sup>35</sup>

La Commissione europea, sulla base del mandato conferitole con il Trattato, ha elaborato una serie

<sup>34</sup> Peraltro, la Direttiva Ue 85/2011, parte del Six-Pack, già imponeva che il rispetto dell'MTO fosse inserito nel quadro di bilancio nazionale di medio termine. Il Fiscal Compact innova, limitando, per i paesi ad alto debito, il range dei valori ammissibili per l'MTO scelto dal governo (-0,5 per cento). In sostanza, i paesi (con alto debito) sottoscrittori del Fiscal Compact hanno assunto l'impegno politico, per mezzo di un trattato internazionale, a non adottare un MTO che implichi un indebitamento netto strutturale superiore a -0,5 per cento. L'interpretazione, peraltro molto diffusa, secondo cui il Trattato consentirebbe *tout court* indebitamenti netti strutturali pari a -0,5 è del tutto errata. L'MTO è un certo valore dell'indebitamento netto strutturale *country specific*, che se conseguito, a) consente al paese di rispettare il limite del 3 per cento sull'indebitamento netto nominale; b) rende sostenibili le finanze pubbliche; c) permette sufficiente margine di manovra sul bilancio in funzione anti-ciclica. L'MTO, pilastro del braccio preventivo del PSC, è definito da una formula prevista dal Codice di condotta del PSC; l'MTO effettivamente adottato dal governo, e comunicato alla Commissione Ue nell'Aggiornamento annuale del Programma di stabilità e crescita, può essere più ambizioso dell'MTO calcolato con la formula di cui sopra. Per una trattazione approfondita dell'MTO, si veda De Ioanna e Landi (2012).

<sup>35</sup> La seconda regola del Trattato riguarda invece la velocità di riduzione del rapporto debito/PIL verso il limite del 60 per cento. Anche in questo caso, il Trattato ribadisce quanto già previsto da uno dei Regolamenti del Six-Pack (Reg. Ue n. 1177/2011).

di requisiti essenziali che i *fiscal council* devono soddisfare, parte integrante dei Common Principles, che sono stati approvati dall'ECOFIN nel giugno 2012. I requisiti riguardano l'indipendenza, il personale, le funzioni, le risorse finanziarie, la pubblicità delle analisi svolte. Si tratta in buona sostanza dei requisiti illustrati precedentemente nel testo, e ampiamente riconosciuti come *best practices* internazionali.

La riforma della *governance* economica europea è un cantiere sempre aperto e recentemente sono entrate in vigore ulteriori prescrizioni, che completano il Six-Pack, anche con riferimento ai guardiani fiscali. Infatti, nel Regolamento Ue n. 472/2013, parte del cosiddetto Two-Pack (entrato in vigore il 31 maggio 2013), l'obbligo della costituzione di un organismo indipendente che sorvegli il rispetto delle regole di bilancio (quelle imposte dal Fiscal Compact e le altre dell'ordinamento europeo e nazionale) viene ribadito, questa volta con norma comunitaria. Inoltre, il Regolamento stabilisce che le previsioni macroeconomiche nei documenti di programmazione nazionali (per l'Italia il DEF e la Nota di Aggiornamento al DEF) debbano essere prodotte da organismi indipendenti, ovvero certificate da organismi indipendenti. Infine, nei documenti di programmazione è necessario indicare, recita la norma, se le previsioni di finanza pubblica siano state prodotte da organismi indipendenti, ovvero certificate da organismi indipendenti.

Si tratta di una svolta fondamentale: il *fiscal council* è quindi adesso un organismo necessario sulla base di una norma comunitaria; tale organismo deve soddisfare specifici requisiti funzionali elaborati dalla Commissione europea, e ad esso sono obbligatoriamente affidati dei compiti minimi (vigilanza sul rispetto delle regole di bilancio e formulazione/certificazione delle previsioni macroeconomiche e di bilancio).

Per rafforzare la disciplina di bilancio (e contrastare il *deficit bias*), la Commissione europea e l'Unione hanno quindi adottato il modello fondato sulla presenza contemporanea di regole di bilancio e di un guardiano nazionale che vigili sull'osservanza delle regole stesse. Ci si potrebbe chiedere se non sia sufficiente la vigilanza esercitata della Commissione europea, che in base ai Trattati europei sorveglia il rispetto della disciplina di bilancio derivante dal PSC.

A parere di chi scrive, la costituzione di un guardiano nazionale è essenziale, dal momento che la sorveglianza cosiddetta “multilaterale” (ossia quella esercitata da organismi internazionali o sovranazionali, tra cui la Commissione europea, ma anche il Fondo Monetario Internazionale, la BCE e l'OCSE) ha natura complementare rispetto all'azione esercitata da un organismo nazionale, e non è in grado da sola di indurre comportamenti responsabili nel policy maker. Le ragioni sono molteplici e basterebbe menzionare l'esempio greco per evidenziare il fallimento della sola sorveglianza multilaterale, che non è stata in grado, non soltanto di indurre un sufficiente grado di disciplina fiscale, ma nemmeno di evitare la falsificazione dei dati del bilancio dello stato. In effetti, un guardiano nazionale è indispensabile per svolgere compiti di sorveglianza *real time* sull'andamento dei conti pubblici, per ragioni di *expertise*, di prossimità con il soggetto sorvegliato e anche di disponibilità di risorse umane. D'altra parte, le attività del guardiano esterno e di quello interno si rafforzano a vicenda, giovandosi il primo delle analisi svolte dall'altro soggetto e il secondo della pressione esterna esercitata dal *watchdog* sovranazionale.

## 7. Le lezioni che possono essere tratte dall'esperienza dei *fiscal council* attivi

Può essere utile provare a trarre una serie di conclusioni basate sull'esperienza dei *fiscal council* esistenti.

L'evidenza empirica mostra che la fase di ideazione e di *institutional design* assume un ruolo fondamentale per le possibilità di successo dell'organismo. E' necessario partire da una diagnosi precisa, che porti ad identificare le problematiche presenti nel campo della finanza pubblica dello specifico paese. Come si è visto, le questioni rispetto alle quali l'organismo può rappresentare una soluzione sono molteplici: scarsa trasparenza dei conti pubblici, mancanza di disciplina fiscale e di credibilità del policy maker, deficit persistenti, eccesso di ottimismo delle previsioni, necessità di verificare il rispetto delle regole di bilancio (derivanti dall'ordinamento interno, ma anche da quello comunitario, come nel caso dei paesi europei).

Una volta identificato la natura del problema, il design deve essere *country specific*, ossia è necessario tener conto delle peculiarità istituzionali del paese (assetto costituzionale, procedure di bilancio, ruolo del parlamento nel processo di bilancio). Non esiste una ricetta valida per tutti i paesi, è necessario invece trovare la soluzione più consona a ciascun contesto nazionale, fatti salvi una serie di requisiti imprescindibili dell'organismo, illustrati in precedenza. L'evidenza empirica suggerisce inoltre che il consenso bipartisan sull'istituzione di un organismo del genere sia cruciale, al fine di evitare che maggioranze politiche diverse portino, nel corso del tempo, ad un ridimensionamento (o alla cancellazione). Come si è detto, un pre-requisito per l'indipendenza è che la costituzione dell'organismo e il suo funzionamento siano previsti e regolati da una norma avente forza di legge. Tuttavia, maggioranze diverse possono

modificare o abrogare anche le norme di legge, quando il *fiscal council* non viene riconosciuto da tutto lo spettro politico come una utile e necessaria istituzione di garanzia *super partes*. Il caso ungherese, da questo punto di vista, è emblematico.<sup>36</sup> In realtà, tutte le forze politiche, a prescindere dal loro ruolo contingente di maggioranza o di opposizione, dovrebbero riconoscere che è nel proprio interesse (di lungo periodo) l'esistenza di un guardiano indipendente sui conti pubblici, dal momento che, prima o poi, tutte sperimenteranno la fase dell'opposizione. E in quella condizione, un *fiscal council* efficace che garantisca la trasparenza dei conti pubblici e dissuada la maggioranza pro-tempore dal perseguire politiche di bilancio dissennate, costituisce indubbiamente un vantaggio per l'opposizione (pro-tempore). Talvolta, tuttavia, l'interesse miope di breve periodo delle maggioranze di governo può prevalere, portando al ridimensionamento di una voce potenzialmente critica, come quella rappresentata dal guardiano.

Una volta costituito, auspicabilmente con il sostegno *bipartisan*, l'organismo ha bisogno di guadagnarsi la propria credibilità sul campo; si tratta di un processo lungo, che richiede sforzi notevoli, un programmazione delle attività nel medio periodo e continuità negli indirizzi di gestione, pur nel rinnovamento periodico dell'organismo di vertice (monocratico, o collegiale che sia) sulla base delle norme istitutive. Si tratta di un lungo processo di *trial and error*, in forza del quale l'organismo acquisisce capacità operativa, affina metodologie di analisi e istituisce rapporti di leale collaborazione e scambi di informazione con i dipartimenti governativi e le altre istituzioni nazionali competenti nel campo della finanza

pubblica. Inoltre, il mantenimento di contatti assidui con il mondo della ricerca universitaria e con le istituzioni economiche-finanziarie internazionali (FMI, BCE, OCSE, Commissione europea) consente all'organismo di mantenersi sulla frontiera della scienza economica, aggiornando le proprie metodologie di indagine.

Cruciale è anche la capacità di sviluppare metodi efficaci di comunicazione con l'opinione pubblica e di incidere sul dibattito pubblico. Come abbiamo visto, si tratta della condizione necessaria per aumentare i costi di reputazione per il governo in caso di deviazione dalla disciplina di bilancio.

Resta da chiedersi se i *fiscal council* siano stati storicamente efficaci come dissuasori di politiche di bilancio non sostenibili. La risposta richiede un esame caso per caso, a partire dalla problematica specifica cui si voleva dare soluzione, e condotto su un orizzonte temporale di almeno due legislature: è questo l'arco temporale minimo entro il quale giudicare il successo, o l'insuccesso, di un organismo come questo.

In linea generale sembra si possa dire che essi abbiano avuto un'influenza positiva in quei paesi in cui sono operativi da tempo e in cui hanno saputo guadagnarsi credibilità e reputazione nel corso degli anni.

Occorre però ricordare come questi organismi siano istituzioni *home-grown* e *home-owned*. Con questo si vuole intendere che, oltre ad essere disegnati sulla base delle peculiarità del paese, per risultare efficaci devono essere "sentiti" come propri (*owned*) da tutti gli attori del paese, e non come soggetti imposti dalla pressione esterna (la UE, il FMI ecc.). In altre parole, la credibilità e la responsabilità (di bilancio, ma anche in senso lato) non possono essere importati (o peggio imposti) dall'esterno, ma richiedono un cambiamento della mentalità della classe dirigente (politica e amministrativa). Il *fiscal council* non è

<sup>36</sup> Il *fiscal council* ungherese è stato oggetto di azioni progressive di ostruzionismo e depotenziamento da parte di una maggioranza parlamentare ostile, fino alla chiusura definitiva, dopo solo 3 anni dalla fondazione.

una panacea, e in assenza di *ownership* e di un processo di maturazione civile è difficile che possa svolgere proficuamente la propria azione.

In sintesi, si può dire che il successo di un guardiano fiscale dipenda essenzialmente dal grado di *commitment* del governo (e del Parlamento) ad imboccare la strada della responsabilità e della disciplina di bilancio e a non deviare da essa. Come evidenziato in precedenza, nessun *fiscal council* potrà mai impedire ad un governo sostenuto dalla propria maggioranza parlamentare di condurre politiche di bilancio sconsiderate, in virtù del fatto che la formulazione e la conduzione della politica di bilancio restano saldamente nelle mani del governo stesso.

## 8. Il *fiscal council* in Italia

Il legislatore costituzionale (L. Cost. 1/2012), nel prevedere l'istituzione del *fiscal council*, ha optato per il modello parlamentare, che ha nel CBO statunitense il suo massimo esempio. La legge rinforzata di attuazione del disposto costituzionale (Legge 243/2012) ha poi fornito indicazioni più dettagliate in merito al funzionamento dell'organismo (artt. 16-19). Le questioni più rilevanti da esaminare riguardano la struttura, la *governance*, il mandato e il personale; ci soffermeremo su questi nodi, offrendo al lettore alcune considerazioni alla luce degli insegnamenti tratti dalle esperienze internazionali menzionate nei paragrafi precedenti.<sup>37</sup>

<sup>37</sup> Non si esaminano qui le ragioni per cui l'istituzione di un *fiscal council* in Italia sia utile e opportuna. Per un esame di alcune delle debolezze del *fiscal framework* italiano, che richiederebbero la presenza di un guardiano fiscale, si veda: Balassone, F., D. Franco, S. Zotteri (2011), "Achilles catches up with the tortoise: an expenditure rule to bridge the gap between fiscal outturns and targets", paper presentato al Public Finance Workshop "Rules and Institutions for Sound Fiscal Policy after the Crisis, Perugia.

## L'UPB e la struttura di vertice

L'Ufficio Parlamentare di bilancio (UPB) è costituito presso le Camere ed è operativo a partire dal primo gennaio 2014. E' costituito da un Consiglio di tre membri, di cui uno con funzioni di Presidente, nominati con decreto adottato d'intesa dai Presidenti del Senato della Repubblica e della Camera dei deputati, nell'ambito di un elenco di dieci soggetti indicati dalle Commissioni parlamentari competenti in materia di finanza pubblica a maggioranza dei due terzi dei rispettivi componenti, secondo modalità stabilite dai Regolamenti parlamentari. I membri del Consiglio sono scelti tra persone di riconosciuta indipendenza e comprovata competenza ed esperienza in materia di economia e di finanza pubblica a livello nazionale e internazionale. Il mandato, non rinnovabile, dura 6 anni. Il Presidente ha un ruolo preminente, in quanto rappresenta l'Ufficio, convoca il Consiglio e ne stabilisce l'ordine del giorno; se richiesto, svolge audizioni presso le Commissioni parlamentari competenti in materia di finanza pubblica; presenta il programma annuale di attività dell'UPB alle Commissioni competenti. Inoltre le analisi e i rapporti prodotti nell'esercizio delle funzioni dall'UPB sono adottati dal Consiglio su proposta del Presidente.

I membri del Consiglio possono essere revocati dall'incarico solo per gravi violazioni dei doveri d'ufficio, con decreto adottato d'intesa dai Presidenti delle Camere, su proposta delle Commissioni parlamentari competenti in materia di finanza pubblica, adottata a maggioranza dei due terzi dei relativi componenti, secondo modalità stabilite dai Regolamenti parlamentari. La norma, pertanto, disegna la procedura di revoca in modo simmetrico a quella di nomina, delimitando al contempo i casi in cui il venir

meno dell'incarico è possibile, a garanzia dell'indipendenza dell'organismo.

Con riferimento al disegno dell'organo direttivo, l'esperienza dei *fiscal council* collocati presso il parlamento avrebbe suggerito l'adozione di un vertice di tipo monocratico, piuttosto che di quello collegiale, per coerenza con il modello parlamentare prescelto dal legislatore costituzionale.<sup>38</sup> Infatti, come si è detto, in tutti gli organismi collocati presso il parlamento il vertice ha natura monocratica. Il legislatore ha invece optato per il vertice collegiale, delineando una procedura complessa di nomina, che richiama per certi versi quella prevista per la nomina del Presidente dell'ISTAT<sup>39</sup>, che richiede appunto il voto determinante dei due terzi dei componenti le Commissioni Bilancio delle Camere. La necessità che vi sia un ampio consenso delle forze parlamentari sui designati, evidenziato dalla regola dei due terzi, è sicuramente un elemento molto positivo, che rafforza l'iter procedurale; tuttavia la soluzione collegiale adottata, non esclude, a parere di chi scrive, il rischio di pratiche spartitorie tra le forze politiche, con conseguente pericolo di politicizzazione dell'organismo. E' auspicabile che le nomine che verranno fatte nei prossimi mesi siano in linea con lo spirito della norma, salvaguardando la competenza e l'indipendenza dei membri del Consiglio, come prescritto dalla legge. Sarebbe forse opportuno che la lista delle dieci personalità fosse formata con procedure assolutamente

trasparenti, in particolare con una procedura pubblica e aperta di candidature di esperti ("avviso pubblico"). Altresì opportuno appare la pubblicità *ex-ante* dei curricula di tutti gli esperti, in modo tale che l'opinione pubblica possa valutare i candidati, l'*expertise* posseduto in relazione ai compiti istituzionali dell'UPB, nonché la loro autorevolezza e il grado di indipendenza.

### ***L'autonomia organizzativa e gestionale***

La legge riconosce al Consiglio un sufficiente grado di autonomia organizzativa e gestionale.

Il Consiglio, previo assenso dei Presidenti delle Camere dei deputati, adotta uno o più regolamenti recanti le norme di organizzazione e funzionamento, quelle concernenti il trattamento giuridico ed economico del personale operante presso l'Ufficio, nonché quelle dirette a disciplinare la gestione delle spese. La previsione dell'assenso da parte dei Presidenti della Camere circa l'adozione dei regolamenti si giustifica con il fatto che l'UPB è costituito presso il Parlamento. Nell'ambito dei lavori parlamentari erano emerse soluzioni diverse ("assenso degli Uffici di Presidenza della Camere", dove siedono anche i capi-gruppi parlamentari), ma si è poi preferita la formulazione citata.

L'Ufficio provvede all'autonoma gestione delle spese per il proprio funzionamento, ivi comprese quelle relative al personale, nei limiti delle proprie disponibilità di bilancio.

Infine, la gestione finanziaria dell'Ufficio si svolge in base al bilancio di previsione approvato dal Consiglio dell'Ufficio entro il 31 dicembre dell'anno precedente a quello cui il bilancio si riferisce. Il rendiconto della gestione finanziaria è approvato entro il 30 aprile dell'anno successivo.

<sup>38</sup> A favore del vertice monocratico si erano espressi anche il Presidente dell'ISTAT e il rappresentante della Commissione europea nelle audizioni parlamentari sul disegno di legge in oggetto. Si veda Giovannini (2012) e Pench (2012).

<sup>39</sup> Art. 5 della Legge 196/2009 (Legge di contabilità e finanza pubblica). A differenza di quanto previsto per la designazione del Presidente dell'ISTAT, l'iter procedurale delineato dalla Legge 243 non contempla, per evidenti ragioni di opportunità, alcun ruolo per il Presidente del Consiglio e per il Consiglio dei Ministri.

### Il mandato

Nel disegnare il mandato (art. 18), il legislatore, da una parte ha previsto che il programma annuale di lavoro sia stabilito dall'organismo stesso, attribuendo quindi una necessaria autonomia alle scelte dell'organo di vertice; dall'altro, ha esplicitamente fatto riferimento ai compiti attribuiti dal nuovo quadro di riferimento europeo (il Six-Pack ed il Fiscal Compact) ai *fiscal council* degli Stati Membri. Infatti, il programma annuale delle attività deve in ogni caso prevedere lo svolgimento delle funzioni attribuite all'Ufficio in coerenza con l'ordinamento dell'Unione europea. Esaminando in concreto i compiti attribuiti al UPB, la Legge 243 stabilisce che l'Ufficio, anche attraverso l'elaborazione di proprie stime, effettui analisi, verifiche e valutazioni in merito a:

- a) le previsioni macroeconomiche e di finanza pubblica;
- b) l'impatto macroeconomico dei provvedimenti legislativi di maggiore rilievo;
- c) gli andamenti di finanza pubblica, anche per sotto-settore, e l'osservanza delle regole di bilancio;
- d) la sostenibilità della finanza pubblica nel lungo periodo;
- e) l'attivazione e l'utilizzo del meccanismo correttivo delle deviazioni rispetto all'Obiettivo di Medio Termine, e gli scostamenti dagli obiettivi derivanti dal verificarsi degli eventi eccezionali;
- f) ulteriori temi di economia e finanza pubblica rilevanti ai fini delle analisi, delle verifiche e delle valutazioni precedenti.

Inoltre, l'Ufficio predispone analisi e rapporti anche su richiesta delle Commissioni parlamentari competenti in materia di finanza pubblica. Il Presidente, se richiesto, svolge audizioni presso le Commissioni parlamentari. A differenza di quanto accade con il CBO, i singoli parlamentari (e i singoli gruppi parlamentari) non sono titolati a

richiedere all'UPB lo svolgimento di analisi. Si tratta di una previsione normativa condivisibile, in considerazione dell'assetto istituzionale italiano, e anche in ragione della dimensione dello staff.

Si può notare che le funzioni di cui ai punti a), c), d) ed e) sono esplicitamente richieste dall'ordinamento europeo. Il punto f) invece rappresenta un opportuno elemento di flessibilità, che permette all'UPB di poter svolgere analisi e/o valutazioni su tutte quelle questioni che dovessero risultare rilevanti in un certo momento storico per la finanza pubblica, e per la sua sostenibilità, e che non sono prevedibili *ex-ante* dalla legge. Ciò al fine di consentire all'organismo di svolgere in modo efficace la missione di guardiano affidatagli dalla legge costituzionale.

In generale si tratta di un mandato abbastanza ampio, di natura positiva e non normativa, sostanzialmente allineato con le funzioni svolte da altri *fiscal council* nel mondo. A parere di chi scrive, un'interpretazione corretta della norma sul mandato include la valutazione dell'impatto sul bilancio dei principali provvedimenti legislativi adottati in corso d'anno, in linea con il mandato di altri guardiani fiscali. La verifica del rispetto *ex-ante* dell'equilibrio di bilancio, ossia la nuova regola di bilancio introdotta con la revisione costituzionale, non può prescindere dall'esame dei principali provvedimenti di finanza pubblica infrannuali, che, per loro portata, possono alterare i target fissati in sede di programmazione economico-finanziaria.

Si pone a questo punto una questione estremamente delicata, su cui i giuristi, e in particolare gli esperti di procedure parlamentari, hanno dibattuto a lungo: che cosa accade se il guardiano esprime valutazioni divergenti rispetto a quelle del governo? Per dare risposta al quesito, occorre ricordare, in primo luogo, che i compiti del *fiscal council* sono propriamente di analisi e valutazione economica, non di natura

giurisdizionale: non spetta al guardiano fiscale chiedere correzioni, imporre soluzioni alternative o sanzionare il governo. Spetta al parlamento prescrivere, eventualmente, al governo un cambio di rotta. Il *fiscal council* esercita una funzione di dissuasione, non di coercizione, come si è più volte detto in precedenza. D'altro canto, i Common Principles della Commissione europea, sopra menzionati, richiedono l'inserimento nella normativa nazionale del cosiddetto principio "*comply or explain*".

Il legislatore, correttamente, ha dunque previsto che qualora, nell'esercizio delle proprie funzioni, l'UPB esprima valutazioni significativamente divergenti rispetto a quelle del Governo, su richiesta di almeno un terzo dei componenti di una Commissione parlamentare competente in materia di finanza pubblica, l'esecutivo illustri i motivi per i quali ritiene di confermare le proprie valutazioni ovvero ritiene di conformarle a quelle dell'Ufficio. Il Governo ha quindi l'obbligo di motivare le proprie analisi e valutazioni, a beneficio delle Camere e dell'opinione pubblica, mentre le Camere restano pienamente sovrane; se il Parlamento farà proprie le valutazioni del Governo, saranno queste ultime a prevalere. Nella pratica, se il compito di dissuasione del guardiano fiscale verrà svolto con successo, in linea di principio si può ipotizzare che le occasioni di dissenso radicale con il governo saranno limitate.

Si noti che il potere di convocare il Governo per chiedere chiarimenti è attribuito alle Commissioni parlamentari, non all'UPB, per un elementare principio di correttezza costituzionale: la responsabilità costituzionale del governo è verso le Camere, non verso l'UPB.

Il mandato dell'UPB è una questione molto delicata, che ha suscitato qualche preoccupazione nei dipartimenti del MEF prima che la legge vedesse la luce. Ad onor del vero, anche dopo la pubblicazioni della legge taluni timori sono

rimasti, nel parere di chi scrive, infondati. Vale la pena quindi di sgombrare il campo da possibili equivoci e fraintendimenti. Poiché i guardiani fiscali esercitano una funzione di sorveglianza e di induzione a comportamenti responsabili da parte dei governi, ma non hanno alcuna delega per la conduzione della politica di bilancio, la costituzione dell'UPB non comporterà il depotenziamento dei dipartimenti ministeriali (nella fattispecie la Ragioneria Generale dello Stato, RGS, e il Dipartimento del Tesoro, DT), né la dispersione dell'*expertise* esistente oggi presso tali strutture. Il Governo è responsabile di fronte alle Camere per gli indirizzi della politica economica e di bilancio; pertanto non è concepibile che si privi delle strutture ministeriali che esercitano le funzioni di monitoraggio della finanza pubblica, di quantificazione delle misure economiche, e di previsione delle variabili (macroeconomiche e di bilancio). Per l'esercizio dei suoi compiti, il governo ha la necessità di utilizzare strutture tecniche che ad esso rispondono gerarchicamente. E' infatti del tutto inconcepibile che il Governo debba dipendere da un organismo esterno, come il guardiano fiscale, per avere informazioni sull'andamento del fabbisogno o dell'indebitamento netto, oppure per stimare il costo finanziario di questa o quella misura da intraprendere. Concretamente, i dipartimenti ministeriali continueranno a elaborare scenari macroeconomici e di finanza pubblica, e a monitorare l'andamento della finanza pubblica per le esigenze informative del Governo. Quanto alle previsioni macroeconomiche utilizzate nei documenti ufficiali di programmazione economico-finanziaria, alla luce delle disposizioni del Two-Pack, queste potranno essere prodotte dal MEF e validate dall'UPB, ovvero demandate all'Ufficio. Si tratta di una questione da risolvere normativamente, verosimilmente nell'ambito

della riforma della Legge di contabilità e finanza pubblica, necessaria a valle della revisione costituzionale e della introduzione della legge rinforzata come fonte normativa intermedia.

Tornando alle questioni organizzative, quello che si realizzerà sarà un modello in cui i dipartimenti ministeriali continueranno a svolgere le proprie funzioni al servizio del Governo e del suo indirizzo politico-amministrativo, mentre il *fiscal council* effettuerà analisi e verifiche *timely*, *nonpartisan* e oggettive sulle valutazioni del governo, al fine di fornire alla Camere (e all'opinione pubblica) informazioni *unbiased* sulla conduzione della politica di bilancio. Questo modello non implica affatto la duplicazione delle strutture e dei compiti svolti (e un aumento dei costi), come alcuni critici sostengono. Si tratta di strutture differenti (peraltro con staff di dimensioni notevolmente differenti), con compiti diversi e che rispondono a scopi diversi.

Rispetto alle attività attualmente svolte dai Servizi del Bilancio delle Camere, il *fiscal council* dovrà offrire qualcosa in più. L'organismo non potrà limitarsi a commentare, sebbene con tono critico, le analisi prodotte dal Governo; è necessario che esso elabori quantificazioni e scenari tendenziali alternativi a quelli del Governo, se si intende spezzare, in modo efficace, il monopolio informativo. Un'altra questione che richiederà un'attenta riflessione è il futuro stesso dei menzionati Servizi, nel rispetto del principio costituzionale di autodichia delle Camere. Sostanzialmente si possono ipotizzare due scenari: lo scioglimento, oppure la continuità, ma con compiti limitati alla verifica delle quantificazioni dei provvedimenti legislativi minori, mentre per quelli di maggior rilievo sarebbe competente l'UPB.

### ***Accesso alle informazioni***

Come si è detto in precedenza, uno dei punti critici per il buon operato di queste istituzioni, è l'accesso alle informazioni detenute dalle altre istituzioni operanti nel campo della finanza pubblica. La legge 243 affronta la questione, in modo non pienamente soddisfacente, stabilendo che "l'UPB richiede a tutte le amministrazioni pubbliche, agli enti di diritto pubblico e agli enti partecipati da soggetti pubblici, oltre alla comunicazione di dati e informazioni, ogni forma di collaborazione ritenuta utile per l'adempimento delle sue funzioni istituzionali" (art. 18, comma 6). Inoltre, "al fine di consentire all'Ufficio lo svolgimento dei propri compiti istituzionali, le amministrazioni e gli enti menzionati assicurano all'UPB l'accesso a tutte le banche di dati in materia di economia o di finanza pubblica da loro costituite o alimentate". A parere di chi scrive, sarebbe stato opportuna una formulazione più stringente della norma, accompagnata dalla previsione di una specifica responsabilità del dirigente, con relative sanzioni, per la fattispecie di omessa o incompleta trasmissione delle informazioni richieste, ovvero, più in generale, di omessa leale collaborazione con l'UPB. Questa è infatti una tipica situazione, come insegnano i giuristi, in cui ad un obbligo dovrebbe corrispondere una sanzione nel caso di omesso adempimento.

### ***Trasparenza e comunicazione***

La trasparenza, *l'accountability* e la comunicazione con l'opinione pubblica sono elementi fondamentali, come abbiamo visto in precedenza. A questo proposito, il legislatore ha previsto che il programma annuale delle attività nonché le analisi e i rapporti prodotti siano pubblicati nel sito internet istituzionale

dell'Ufficio, mentre il bilancio di previsione e il rendiconto della gestione finanziaria siano trasmessi ai Presidenti delle due Camere e pubblicati in allegato ai rispettivi bilanci.

### ***Il personale***

Con riferimento al personale (art. 17), le scelte operate dal legislatore presentano alcuni elementi che destano perplessità, come dirò tra poco.

La dotazione dell'organico è fissata dalla legge in massimo 30 unità nei primi 3 anni, e fino a 40 successivamente. E' prevista inoltre la figura di Direttore generale, nominato dal Presidente, con specifica competenza in economia e finanza pubblica, che sovrintende al funzionamento dell'Ufficio. Si tratta di una dotazione che si può definire sostanzialmente adeguata ai compiti attribuiti all'organismo.

In merito al reclutamento, viene affermato il principio secondo cui "l'Ufficio seleziona il proprio personale in piena autonomia, unicamente sulla base di criteri di merito e di competenza, con esclusivo riferimento alle esigenze funzionali" (art. 17, comma 1).

Per quanto riguarda il reclutamento, il legislatore prevede che il personale dell'Ufficio sia composto da:

- a) personale assunto dall'Ufficio attraverso pubblico concorso con contratto di lavoro a tempo indeterminato;
- b) personale delle amministrazioni delle Camere, nonché di amministrazioni pubbliche o di diritto pubblico, collocato fuori ruolo;
- c) personale selezionato attraverso procedure comparative pubbliche, per lo svolgimento di incarichi a tempo determinato, di durata non superiore a tre anni, rinnovabili per una sola volta.

Al fine di garantire l'indipendenza dello staff e dello stesso Ufficio, il legislatore ha introdotto

alcune clausole di salvaguardia. Innanzitutto, il collocamento fuori ruolo del personale delle amministrazioni pubbliche o di diritto pubblico richiesto dall'Ufficio è obbligatorio (anche in deroga ai limiti temporali, numerici e di ogni altra natura eventualmente previsti dagli ordinamenti delle amministrazioni di appartenenza). Quindi le amministrazioni non possono rifiutare di cedere il personale che viene richiesto dall'UPB. In secondo luogo, l'Ufficio può restituire alle amministrazioni di appartenenza il personale proveniente dalle amministrazioni delle Camere e dalle amministrazioni pubbliche o di diritto pubblico. L'UPB, a sua discrezione, può quindi restituire alle amministrazione di provenienza il personale in precedenza trasferito. Infine, la cessazione del collocamento fuori ruolo del personale delle amministrazioni delle Camere è subordinata all'assenso dell'Ufficio. Quindi le amministrazioni delle Camere non possono, senza il consenso dell'Ufficio, richiamare il proprio personale, con il rischio di sguarnire l'UPB.

Ma queste clausole sono sufficienti a garantire indipendenza? A parere di chi scrive, nella fase iniziale, il ricorso a personale proveniente dalle Amministrazioni delle Camere o da altre amministrazioni potrebbe risultare effettivamente necessario per rendere operativo l'organismo in tempi brevi, tenuto conto anche delle scadenze relative ai compiti, ineludibili, posti dall'ordinamento europeo ai guardiani nazionali; tuttavia a regime il personale dovrebbe essere assunto principalmente mediante concorso pubblico.<sup>40</sup> Sarebbe stato quindi opportuno operare nella norma una distinzione tra la fase iniziale di avvio, con la possibilità di attingere a personale di altre amministrazioni pubbliche, e la

<sup>40</sup> A favore del concorso pubblico si erano espressi anche i rappresentanti della Commissione europea e della Banca d'Italia nelle audizioni parlamentari sul disegno di legge in questione. Si veda Franco (2012) e Pench (2012).

fase a regime, in cui il personale è assunto con concorso pubblico (fatta salva la possibilità di stabilire collaborazioni temporanei con esperti senior (magari consulenti accademici).

Spetterà comunque al vertice dell'organismo attuare concretamente un'appropriata politica di reclutamento nei prossimi mesi; qui si auspica che il canale concorsuale sia quello di gran lunga prevalente, in linea con le *best practices* internazionali. Occorre prevedere effettivamente, come stabilito dalla norma, meccanismi trasparenti di selezione, sulla base di criteri di merito e di competenza, al fine di garantire l'alto livello professionale dello staff. Per tutelare l'indipendenza dell'organismo, sarebbe anche opportuna l'istituzione per lo staff di un ruolo separato da quello dei dipendenti delle Camere.

Inoltre le politiche di selezione del personale dovrebbero essere definite in modo tale da soddisfare due esigenze: da un lato, garantire l'acquisizione massiccia di personale con specializzazione economica e quantitativa (alla luce dei compiti affidati al *fiscal council*); dall'altro, favorire (ovviamente con procedure meritocratiche), l'inserimento nello staff di *mid-career professional* provenienti dalle istituzioni economico-finanziarie internazionali (OCSE, FMI, BCE e Commissione europea).

Nel nostro Paese, a differenza di quanto accade in altri, l'inserimento dei professionisti *mid-career* nella pubblica amministrazione è quanto mai difficile, per le regole che ne definiscono l'accesso. La costituzione in Italia del *fiscal council* (collocato presso le Camere, per le quali vige il principio di autodichia) dovrebbe rappresentare un'occasione di svolta rispetto alla prassi corrente, anche alla luce del fatto che un'istituzione neonata, e con responsabilità relevantissime (basti pensare al dettato del *Fiscal Compact*), ha bisogno di personale già esperto e formato, per impostare l'attività nei primi anni di

esercizio. In quest'ottica, l'*expertise* di personale proveniente dall'estero può fare la differenza.

Sempre a proposito del personale, un'altra lezione desumibile dall'esperienza dei *fiscal council* merita attenzione nella fase di definizione della politica di reclutamento. L'esperienza mostra che il patrimonio di conoscenze e di capacità operativa degli organismi si accumula nel tempo e in questo senso è fondamentale la continuità. Questo implica che il personale dovrebbe essere tendenzialmente stabile, con contratti di lavoro a tempo indeterminato, limitando al massimo il personale collocato fuori ruolo da altre amministrazioni. La stabilità del personale costituisce anche garanzia di indipendenza, di spirito di appartenenza all'istituzione e di refrattarietà ai tentativi di condizionamento esterno. Tra l'altro il collocamento fuori ruolo non recide il collegamento con le precedenti amministrazioni di appartenenza, a cui un giorno, più o meno lontano, si potrebbe tornare (o dover ritornare). Forme temporanee di collaborazione potrebbero essere previste, ma solo in numero limitato e per progetti specifici, essenzialmente per esperti esterni (verosimilmente consulenti accademici).

### Finanziamento

Garantire il finanziamento pubblico, certo, pluriennale e stabilito per legge è uno degli elementi essenziali nella fase di *institutional design*.

Il legislatore ha quindi previsto, a decorrere dall'anno 2014, una autorizzazione di spesa di 3 milioni di euro in favore di ciascuna Camera da destinare alle spese necessarie al funzionamento dell'Ufficio. La dotazione finanziaria può essere rideterminata esclusivamente con la legge di bilancio, sentito il Consiglio dell'UPB, e comunque deve risultare in ogni caso sufficiente

ad assicurare l'efficace esercizio delle funzioni dell'UPB definite dalla legge. Si tenga presente che i locali della sede dell'UPB e le necessarie risorse strumentali non incidono sul bilancio dell'UPB, in quanto esse sono messi a disposizione con determinazione dei Presidenti delle Camere.

### **Comitato scientifico**

Il legislatore ha previsto la possibilità di istituire un comitato con mere funzioni di *advisory*. Il Consiglio, infatti, può istituire un Comitato scientifico composto da persone di comprovata esperienza e competenza in materia di economia e finanza pubblica a livello nazionale o internazionale, con il compito di fornire indicazioni metodologiche in merito all'attività dell'Ufficio. La finalità è quella di mantenere l'organismo sulla frontiera della scienza economica, con un aggiornamento costante delle metodologie di indagine.

### **9. Conclusioni**

La costituzione in Italia di un *fiscal watchdog* giunge in ritardo rispetto a quanto accaduto in molti paesi occidentali, ed europei in particolare. In passato vi sono stati alcuni tentativi, tra cui vanno sicuramente menzionate le proposte di unificazione dei Servizi del Bilancio delle Camere, e da ultimo, le iniziative da parte di alcuni parlamentari (di maggioranza e di opposizione) nell'ambito della riforma della Legge 468/1978 sulla contabilità di stato, avvenuta nel corso del 2009; questi tentativi si sono conclusi senza successo, nonostante nel frattempo fossero giunte sollecitazioni e auspici autorevoli, provenienti dagli organismi internazionali (FMI e OCSE, soprattutto), incaricati della sorveglianza macroeconomica

multilaterale. Nello stesso tempo, l'ISAE, che poteva costituire un embrione di *fiscal council*, se opportunamente riformato, veniva soppresso.

Infine, sotto la spinta, ineludibile, della riforma della *governance* europea, anche il nostro Paese si è dotato, finalmente, di un guardiano fiscale con la Legge 243 /2012. L'auspicio di chi scrive è che l'esperienza consolidata degli altri paesi sia fonte di ispirazione per le scelte concrete che andranno effettuate nei prossimi mesi, nel rendere operativo un istituto ancora sulla carta, *in primis* la scelta dei tre componenti il Consiglio. A sua volta, il Consiglio appena insediato dovrà definire i regolamenti organizzativi dell'istituzione. Essere *late joiner* per una volta può anche comportare un vantaggio, se si capitalizzano opportunamente gli insegnamenti desumibili dall'esperienza dei paesi che ci hanno preceduto nella costituzione del *fiscal council*.

Sono persuaso che il destino di questa istituzione, nonché il contributo che essa potrà dare al Paese in questa fase delicata per la finanza pubblica, dipenderanno crucialmente dalle scelte concrete, al di là del rispetto formale della norma, che si faranno nei primissimi mesi e anni di operatività, in termini di designazione dei vertici, di selezione del personale (come ho detto, necessariamente con una formazione economico-quantitativa, pena l'incapacità di svolgere la missione assegnata) e di acquisizione, in tempi rapidi, di efficacia e autorevolezza nell'analisi. Non saranno meno importanti altri due elementi: il grado di collaborazione degli altri organismi competenti nel campo della finanza pubblica (*in primis*, i dipartimenti del MEF e la Corte dei Conti), e la capacità di comunicazione tempestiva ed efficace con il Parlamento e l'opinione pubblica; in altri termini, la capacità di imporsi nel dibattito pubblico nazionale come voce autorevole e *unbiased*. Il contesto in cui nasce questo nuovo

organismo non è, oggettivamente, tra i più favorevoli: una situazione di finanza pubblica delicata; uno scenario politico fragile; qualche diffidenza da parte degli altri attori istituzionali operanti nel campo della finanza pubblica; compiti complessi da svolgere fin dai primi mesi di attività, nell'ambito della nuova architettura europea, e senza possibilità di un rodaggio preliminare.

Nella vita delle istituzioni, così come in molti fenomeni sociali ed economici, vi è *path dependence*: in presenza di equilibri multipli, l'equilibrio a cui si giunge dipende dalle condizioni iniziali e dallo stesso processo dinamico verso un equilibrio. Ecco perché nei prossimi mesi è assolutamente necessario partire con il piede giusto: *failure is not an option*. Il Paese non si può permettere che questa istituzione non abbia successo.

## Bibliografia

Balassone, F., D. Franco, S. Zotteri (2011), "Achilles catches up with the tortoise: an expenditure rule to bridge the gap between fiscal outturns and targets", paper presentato al Public Finance Workshop "Rules and Institutions for Sound Fiscal Policy after the Crisis, Perugia.

Bogaert, H., L. Dobbelaere, B. Hertveldt, I. Lebrun (2006), "*Fiscal councils, independent forecasts and the budgetary process: lessons from the Belgian case*", Federal Planning Bureau, (FPB).

Calmfors, L., and S. Wren-Lewis (2011a), "What should fiscal councils do?" University of Oxford Department of Economics Discussion Paper 537.

Debrun, S, D. Hauner and MS. Kumar (2009), "Independent Fiscal Agencies", Journal of Economic Surveys, 23.

Debrun, X. (2011), "Democratic Accountability, Deficit Bias, and Independent Fiscal Agencies", IMF Working Paper no. 11/173.

De Ioanna, P., L. Landi (2012), "Politica, tecnica e democrazia: un rapporto cruciale", Econpubblica, Short Notes, Università Bocconi.

EU Commission services (2006), "Public Finances in EMU".

EU Commission services (2012), "Fiscal frameworks across Member States: Commission services country fiches from the 2011 EPC peer review", Occasional paper 91.

Franco, D., (2012), "Indagine conoscitiva nell'ambito dell'esame della proposta di legge C.5603 per l'attuazione del principio del pareggio di bilancio. Testimonianza di Daniele Franco, Banca d'Italia." V Commissione Camera dei Deputati.

Giovannini, E., (2012), "Indagine conoscitiva nell'ambito dell'esame della proposta di legge C.5603 per l'attuazione del principio del pareggio di bilancio. Audizione del Presidente Enrico Giovannini", Commissione Ue." V Commissione Camera dei Deputati.

Kopits, G. (2011), "The Role of independent Watchdogs in Good Fiscal Governance", seminario alla Camera dei Deputati, Roma, 8 giugno 2011.

Kopits, G. (2011), "Independent Fiscal Institutions: Developing Good Practices", paper

prepared for the 3rd Annual Meeting of OECD Parliamentary Budget Officials.

Kumar, M.S., T. Ter-Minassian, Editors, (2007), “Promoting Fiscal Discipline”, IMF.

Pench, L., (2012), “Indagine conoscitiva nell’ambito dell’esame della proposta di legge C.5603 per l’attuazione del principio del pareggio di bilancio. Testimonianza di Lucio Pench, Commissione Ue.” V Commissione Camera dei Deputati.