



# Politiche monetarie e fiscali: un affiancamento più che un passaggio di testimone

02/02/2017

[www.mps.it](http://www.mps.it) - Area Research & Investor Relations | Siena | 2016



**MONTE  
DEI PASCHI  
DI SIENA**  
BANCA DAL 1472

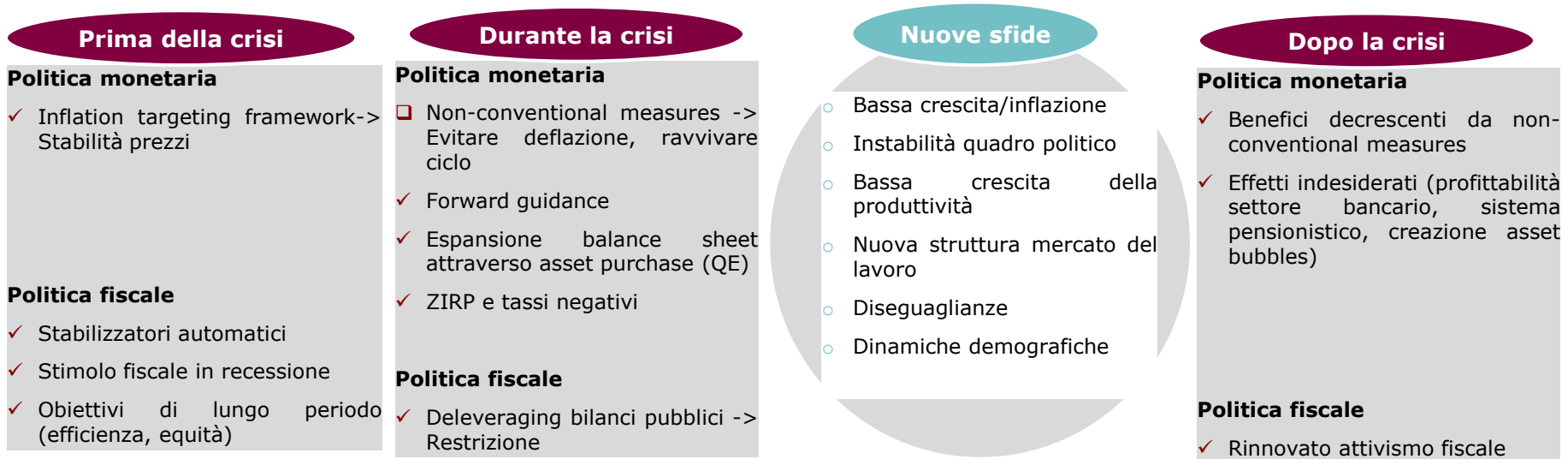


- ❑ Le **nuove sfide** che l'ambiente macroeconomico globale pone stanno agevolando un maggiore attivismo della politica fiscale in tutti i maggiori paesi avanzati.
- ❑ Nel 2016, per la prima volta dal 2010, le **politiche fiscali** aggregate dei paesi avanzati sono diventate moderatamente **espansive**. L'interrogativo è se siamo di fronte ad un'inversione di tendenza o se si tratti di un fenomeno di entità e durata limitata.
- ❑ Negli **USA** il programma fiscale dell'amministrazione Trump verrà dispiegato nel corso del 2017, con i benefici per l'economia attesi nella seconda metà dell'anno e nel 2018. In **Giappone** ed in **UK** le politiche fiscali avranno un orientamento moderatamente espansivo.
- ❑ Nell'**Area Euro**, dopo un atteggiamento restrittivo nel 2011-2013 e neutrale nel 2014-2015, la *stance* di politica fiscale è tornata ad essere leggermente espansiva nel 2016. Per il 2017, in un netto cambio di passo rispetto al passato, la Commissione raccomanda un'espansione fiscale coordinata dello 0,5% del Pil.
- ❑ Per quanto riguarda l'**Italia** lo stimolo fiscale dovrebbe essere il più elevato tra i paesi dell'area euro, ma la sua entità potrebbe calare a valle del confronto in corso con la Commissione Europea.
- ❑ Globalmente, alla luce dell'ordine di grandezza dello stimolo, delle difficoltà di implementazione e dei *lag* temporali in gioco, un chiaro **passaggio di testimone** dalle politiche monetarie alle politiche fiscali nei paesi avanzati rimane ancora lontano.
- ❑ Data la fase positiva che l'economia globale sta attraversando, l'urgenza di una **genuina riattivazione della leva fiscale** non appare elevata, e l'attuale fase di stimolo rischia di rimanere limitata per entità e durata.
- ❑ Per i paesi come l'Italia, caratterizzati da elevato debito pubblico e incapacità di generare un adeguato tasso di crescita del Pil nominale, la conquista di spazi adeguati di manovra fiscale passa attraverso una **revisione profonda del Patto di Stabilità e Crescita**.
- ❑ In termini di **ripercussioni sui mercati**, la riattivazione della leva fiscale è un ingrediente del macro-tema della reflazione. Le aspettative d'inflazione ed il sentiero dei tassi impliciti negli strumenti di mercato e che emergono dalle survey indicano chiaramente che il tema ha acquisito una certa trazione.
- ❑ Ma mentre in una prima fase il repricing è avvenuto sulla base di elementi legati puramente alle aspettative, **ulteriori progressi** richiedono chiari segnali che l'economia globale si sta allontanando dall'equilibrio di bassa crescita e bassa inflazione prevalente dopo la grande crisi finanziaria.

# Un ruolo ritrovato per le politiche fiscali...



- ❑ Negli anni seguenti alla grande crisi finanziaria, il compito di agevolare l'aggiustamento macroeconomico e finanziario delle economie avanzate è stato assunto dalle **politiche monetarie**.
- ❑ Nell'ultimo anno è apparso sempre più evidente che le nuove sfide che il quadro macroeconomico globale presenta richiedono un **maggiore attivismo della politica fiscale**.
- ❑ Due sviluppi in particolare hanno facilitato questo passaggio:
  - ✓ L'ambiente di **bassa crescita e inflazione** che ha portato all'adozione di schemi interpretativi nuovi (es. secular stagnation);
  - ✓ Segnali di **instabilità del quadro politico** (Brexit, Trump) che evidenziano che lo status quo (alta disoccupazione giovanile, crescenti disuguaglianze, disaffezione nei confronti dell'establishment) è difficilmente preservabile.
- ❑ Inoltre, aumenta la consapevolezza dei **benefici decrescenti** derivanti dalle politiche non-convenzionali e dei loro numerosi **effetti indesiderati**.
- ❑ Dopo la materializzazione di una certa **copertura intellettuale** da parte della Fed, del Tesoro americano e dell'IMF, negli ultimi mesi programmi di politica fiscale espansiva sono emersi in tutte le maggiori aree.

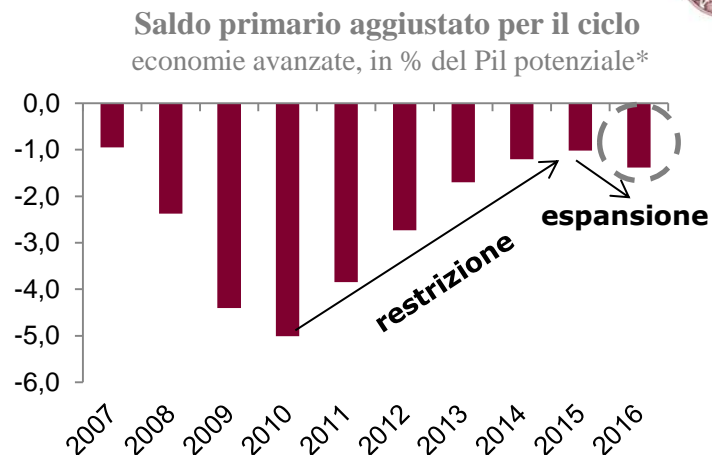




# ...ma limitato per entità e durata?



- ❑ Il deterioramento del saldo primario aggiustato per il ciclo (l'indicatore più appropriato per definire lo stimolo fiscale discrezionale), indica che nel 2016, per la prima volta dal 2010, le **politiche fiscali aggregate dei paesi avanzati** sono diventate moderatamente espansive.
- ❑ L'impulso fiscale è atteso rimanere espansivo nel 2017-2018 negli USA, nell'area euro e, marginalmente, in UK e Giappone.



- ❑ L'interrogativo è se l'impostazione espansiva sia solo un **fenomeno di entità e durata limitata** o se rappresenti un genuino cambio di passo a fronte delle nuove sfide che l'economia globale deve affrontare.
- ❑ L'attuale espansione fiscale viene applicata in una **fase ciclica positiva** per l'economia globale:
  - ✓ L'economia USA è attesa entrare nell'ottavo anno di ripresa post-grande crisi finanziaria con un tasso di crescita attorno al potenziale; l'attuale fase espansiva è la quarta per durata dal 1929.
  - ✓ Nell'area euro, il sistema si è rivelato capace negli ultimi anni di generare un tasso di crescita superiore al potenziale nonostante i vari fattori critici che si sono materializzati.
  - ✓ Nel frattempo l'economia UK ha sinora assorbito la Brexit meglio del previsto e le previsioni di consensus sulla crescita 2017 (0,5% post-referendum) sono state rapidamente riviste al rialzo verso l'1,2% attuale.
- ❑ L'**ipotesi** è che sino a quando la fase ciclica positiva persisterà, l'urgenza di una reale svolta nelle politiche fiscali dei paesi avanzati rimarrà limitata, con una genuina riattivazione rimandata alla prossima recessione, quando i parziali successi ottenuti dalla politica monetaria negli ultimi anni lasceranno una grossa porzione del peso dello stimolo economico su politiche fiscali espansive.
- ❑ Per l'**area euro**, e in particolare per l'Italia, questo richiede un ripensamento dell'intero impianto normativo che regola le politiche fiscali dell'area; lo stato del dibattito suggerisce che i tempi potrebbero essere maturi\*\*.

\* Fonte: IMF, Fiscal Monitor Database, October 2016

\*\* Si veda, per un esempio recente : [Luc Eyraud et al, Fiscal Politics in the Euro Area, IMF Working Paper, January 2017](#)

# Prove di stimolo fiscale negli USA, in Giappone...



## US

- ❑ Il programma fiscale dell'amministrazione Trump ruota attorno a un **taglio delle tasse** (individuali e societarie) e robusti **investimenti in infrastrutture**.
- ❑ L'ordine di grandezza dello stimolo dovrebbe essere significativo, ma per ora i suoi **dettagli** e la **tempistica** rimangono indeterminati.
- ❑ E' probabile che l'effetto si materializzi solo a partire dalla fine del 2017. Varie stime\* indicano che un'implementazione completa del piano fiscale porterebbe ad una **maggiore crescita** di circa lo 0,3%/0,5% nel 2017, che salirebbe al 0,5%/1% nel 2018.

### Taglio delle tasse

- ✓ Un'introduzione graduale implica che l'effetto positivo è limitato il primo anno
- ✓ Nelle precedenti esperienze di tagli delle tasse introdotti da nuove amministrazioni repubblicane (1981, 2001) l'effetto pieno si è materializzato dopo 3-4 anni

### Investimenti in infrastrutture

- ✓ La nuova legislazione è probabile solo nella seconda metà del 2017
- ✓ Vi è la necessità di mettere a punto lo schema di finanziamento
- ✓ Esiste un lag temporale tra firma dei contratti e spesa effettiva

## Giappone

- ❑ L'**obiettivo ufficiale** del governo rimane quello di un saldo primario nullo nel 2020.
- ❑ Nel corso del 2016 (l'anno fiscale 2016 si chiude a marzo 2017) sono state emanate tre manovre supplementari, che hanno orientato la politica fiscale in senso espansivo. Per il 2017 l'**impulso alla crescita** dovrebbe essere attorno allo 0,4%.
- ❑ Tuttavia, l'impatto effettivo sarà funzione delle ulteriori manovre fiscali che il governo è solito emanare nel corso dell'anno.

# ...in UK e Area Euro



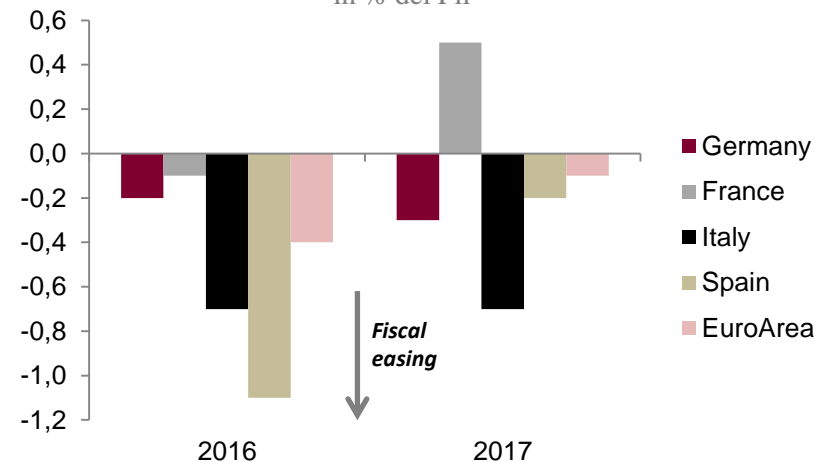
## UK

- ❑ In occasione dell'ultimo budget, a seguito dei timori sugli effetti della Brexit, l'**obiettivo** di un bilancio pubblico in equilibrio nel 2019-2020 è stato abbandonato.
- ❑ Ma non vi è stata una chiara inversione verso una politica fiscale decisamente espansiva; lo **stimolo fiscale** atteso rimane modesto (OBR\* calcola un +0,1% annuale nel 2017-2018).
- ❑ Grazie alla **flessibilità** introdotta, questo potrebbe aumentare in presenza di un deterioramento ciclico; in questo caso uno stimolo pari all'1,2% del Pil può essere attivato.

## Area Euro

- ❑ Dopo un atteggiamento restrittivo nel 2011-2013 e neutrale nel 2014-2015, la **stance di politica fiscale** è tornata a essere espansiva nel 2016.
- ❑ Per il **2017** l'**obiettivo della Commissione** è un aumento dello 0,5% del rapporto deficit/Pil aggregato, mediante azioni da parte dei paesi che posseggono spazi di manovra (tra cui Germania e Olanda).
- ❑ Sulla base dei budget 2017 presentati, lo **stimolo fiscale in Italia** sarà il più espansivo tra i paesi dell'area euro; il saldo strutturale primario è atteso deteriorarsi di circa lo 0,7% del Pil.

Variazione del saldo strutturale primario  
in % del Pil\*\*



\* Office for Budget Responsibility, [Overview of the November 2016 Economic and fiscal outlook](#), 23 November 2016.

\*\* Fonte: Budget 2017 nazionali riportati in: [European Commission, 2017 Draft Budgetary Plans: Overall Assessment](#), 16 November 2016.

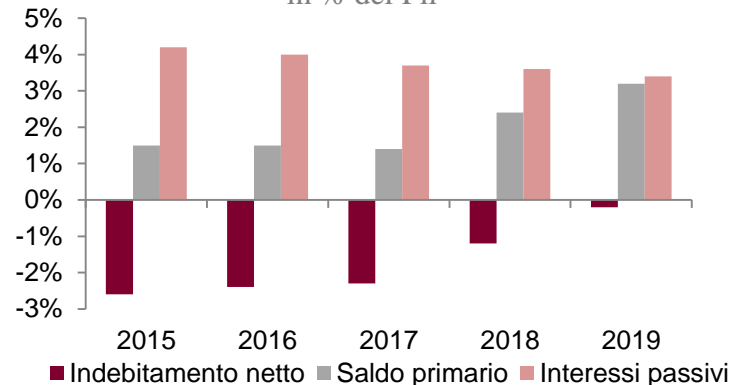
# Italia: espansiva, restrittiva o neutrale? - I



## 1 IL DEFICIT NOMINALE

- L'obiettivo governativo è un **rapporto deficit-Pil 2017** al 2,3%; rispetto al tendenziale (1,6%):
  - ✓ +0,3% -> rallentamento economia
  - ✓ +0,4% -> spese eccezionali per emergenza migranti e terremoto (inclusa la messa in sicurezza del patrimonio edilizio scolastico), valutati ciascuno lo 0,2% del Pil.

Indebitamento, saldo primario e spesa per interessi  
in % del Pil



**Saldo di bilancio 2017**  
in % del Pil

DEF apr 2016 - programmato	-1,8%
NdA DEF ott 2016 - tendenziale	-1,6%
NdA DEF ott 2016 - programmato	-2,3%

Deficit **+0,7%** rispetto a tendenziale, di cui:  
+1,5% -> aumento impieghi  
-0,8% -> aumento risorse

## 2 LE MISURE A FAVORE DELLA CRESCITA DELLA LEGGE DI BILANCIO

- **Incentivi agli investimenti** (super e iper ammortamento, incentivi start-up e imprese innovative)
- **Sgravi fiscali** per le imprese (riduzione Ires, ACE) -> risparmio di imposta di circa 2,4 mld.
- Misure a **sostegno reddito famiglie** (14esima, no tax area) -> aumento di circa 1 mld reddito disponibile

# Italia: espansiva, restrittiva o neutrale? - II



## 3 IL DEFICIT STRUTTURALE E L'IMPATTO SULLA CRESCITA

- ❑ Il saldo di bilancio strutturale (corretto per il ciclo) è atteso dal governo al -1,4% (-1,1% nel 2016); il deterioramento del **saldo strutturale primario** (ad un surplus del 2,3% nel 2017) fornisce una misura approssimata dell'impulso fiscale all'economia.
- ❑ L'**impatto effettivo sulla crescita** dipende da come l'impulso si trasferisce all'economia, una volta presi in considerazione i moltiplicatori fiscali e i lag temporali. Entrambe queste grandezze sono soggette a stime altamente incerte.
- ❑ E' probabile che i **moltiplicatori fiscali** in Italia siano relativamente elevati (i.e. elevato impatto sulla crescita) a causa dell'output gap ancora largo. Alcune **stime\*** suggeriscono valori superiori a 1 in condizioni di output gap negativi e tassi vicini allo zero. Inoltre, i moltiplicatori appaiono più elevati per le spese rispetto alle entrate.

## 4 IL CONFRONTO CON LA COMMISSIONE EUROPEA

- ❑ Il giudizio di adeguatezza riguarda 3 aree:
  - ✓ **Deficit** - Il cuore della diatriba ruota attorno all'aumento programmato (+0,5%) del deficit strutturale 2017 (ricalcolato dalla Commissione) in luogo della riduzione dello 0,6% promessa a primavera e compatibile con il percorso di avvicinamento all'obiettivo di medio periodo (MTO, per maggiori dettagli si veda l'appendice alla fine del documento).
  - ✓ **Debito** - La regola del debito (soddisfatta nel 2015) è giudicata a rischio per il 2016-2017.
  - ✓ **Spesa pubblica** - La regola sull'incremento della spesa è giudicata soddisfatta nel 2016, ma a rischio di sfioramento nel 2017.
- ❑ Il 17 gennaio la **Commissione** ha evidenziato la **necessità di un aggiustamento strutturale dello 0,2% del Pil** per ridurre il gap rispetto al MTO ed evitare l'apertura di una procedura per deficit eccessivo.
- ❑ Il **governo**, nella sua [risposta](#) e nel [rapporto sui fattori rilevanti](#), ha ribadito che la supposta deviazione rispetto agli obiettivi è frutto di una **stima non corretta dell'output gap**. Il governo si è impegnato a dettagliare nel prossimo DEF una strategia che comprenderà tagli alle spese e maggiori entrate sufficienti a colmare una parte del gap. La mancanza di specifici impegni sufficientemente dettagliati e di un chiaro calendario per la loro adozione fa immaginare che il confronto sia destinato a proseguire durante il mese, con le previsioni economiche della Commissione e l'atteso rapporto sul debito.

\* IMF, Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections, September 2014; IMF, The Case for Global Fiscal Stimulus, March 2009; Goldman Sachs Economics Research, Fiscal Multipliers in Europe, 23 Sep 2016

\*\* European Commission, [Analysis of the draft budgetary plans of Italy](#), 16 November 2016



# Principali implicazioni sull'economia...



## 1 SOSTEGNO ALLA CRESCITA E ALL'INFLAZIONE

- Il tema del maggior attivismo delle politiche fiscali è un ingrediente del macro-tema della reflazione: un ciclo economico globale che rimane vivace e che riceve un'ulteriore spinta da un mix di politiche monetarie e fiscali espansive, unito a un'inflazione che appare in accelerazione sincronizzata in tutte le maggiori aree.

### US

- Nonostante le stime suggeriscano un impatto significativo sulla crescita da una adozione completa del programma di Trump, il **consensus** ha rivisto al rialzo le previsioni per l'economia solo marginalmente da novembre a oggi (dal 2,1% al 2,3% sia per il 2017 che per il 2018).
- Questa timidezza riflette un **mix di fattori** tra cui:
  - ✓ Il possibile gap tra quanto previsto nel programma della nuova amministrazione e quanto verrà effettivamente deliberato dal Congresso USA;
  - ✓ La tempistica dell'approvazione al Congresso delle varie misure;
  - ✓ Il lag temporale tra l'adozione delle misure e l'impatto sull'economia.
- Elementi di attenzione:**
  - ✓ L'attuale fase espansiva è relativamente «anziana» (la quarta per durata dal 1929);
  - ✓ Lo stimolo viene applicato ad un'economia che opera già vicino al suo potenziale (disoccupazione attorno al tasso naturale, output gap vicino allo zero).

### Area Euro/Italia

- Lo stimolo fiscale, seppur limitato, rappresenta un ulteriore fattore a sostegno di una ripresa che nel 2017 entra nel suo terzo anno.
- Per quanto riguarda l'**Italia**, lo stimolo fiscale in presenza di un output gap negativo fornirà sostegno alla ripresa, che rimane però estremamente debole.
- L'aspetto cruciale rimane la realizzazione dell'aspettativa che l'ambiente macro globale si riveli caratterizzato da crescita e inflazione più elevati...
- ...e che questo determini una accelerazione del **Pil nominale**, che agevoli un sentiero virtuoso per deficit e debito...
- ...preservando almeno una minima dose di spazio di manovra fiscale nei prossimi anni.

# ...e sui mercati

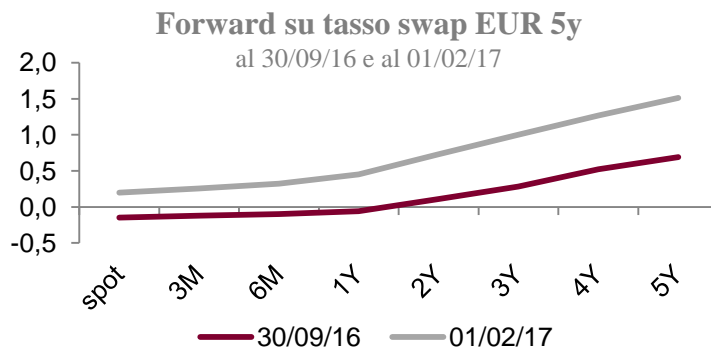
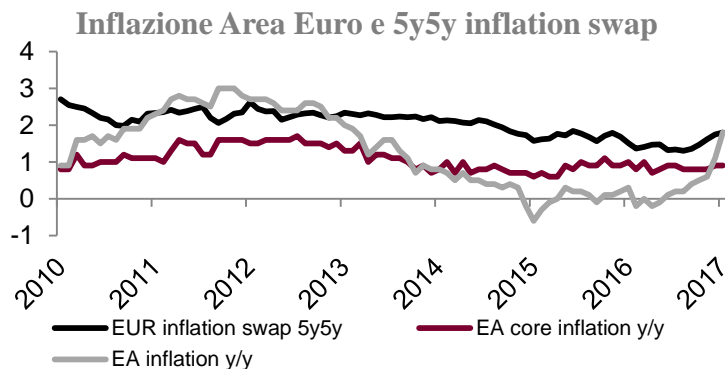


## 2 NORMALIZZAZIONE DEI TASSI A BREVE...

- ❑ Politiche fiscali più espansive stanno agevolando una revisione dell'impostazione delle politiche monetarie globali. Le maggiori banche centrali stanno progressivamente prendendo le distanze dallo strumento dei tassi negativi e dalle politiche non-convenzionali.
  - ✓ La **Fed** si trova già all'interno di una fase di rialzo dei tassi, seppur moderato; il mercato si attende 2/3 rialzi nel 2017.
  - ✓ La **ECB** diminuirà l'ammontare degli acquisti ad aprile (da 80 mld a 60 mld/mese); il mercato ha smesso di prezzare un ulteriore ribasso del tasso sui depositi e incorpora ora aspettative di un rialzo entro dicembre 2018.
  - ✓ La **Bank of Japan** nel meeting di settembre ha spostato il suo focus dalle quantità al livello dei tassi.

## ...E RIALZO DEI TASSI A LUNGA

- ❑ La normalizzazione dei tassi a breve si accompagna ad una revisione al rialzo delle **aspettative d'inflazione** e dei **forward sui tassi a lunga**.
- ❑ Entrambe sono salite decisamente negli ultimi mesi, ma si trovano ancora lontane da uno **scenario di piena normalizzazione** della dinamica dei prezzi e dei tassi.
- ❑ Mentre in una prima fase il *repricing* è avvenuto sulla base di elementi legati puramente alle aspettative, **ulteriori progressi** richiedono chiari segnali che l'economia globale si sta allontanando dall'equilibrio di bassa crescita e bassa inflazione (in particolar modo l'inflazione *core*) prevalente dopo la grande crisi finanziaria.



# Appendice - Italia: percorso di avvicinamento al MTO



- ❑ L'Italia si trova nel **braccio preventivo** del Patto di Stabilità e Crescita (PSC) e il suo obiettivo di medio periodo (MTO, Medium Term Objective) è costituito da un saldo strutturale nullo nel 2019.
- ❑ Il **percorso di avvicinamento al MTO** viene valutato in base a due parametri:
  - ✓ La variazione del saldo strutturale – Valutato sulla base di diversi criteri (condizioni cicliche, livello del saldo di partenza, rapporto debito/PIL e l'esistenza di rischi di medio periodo);
  - ✓ La regola di spesa – Con una crescita permessa dell'aggregato di riferimento pari alla differenza tra la crescita del PIL potenziale e il margine di convergenza (un parametro calibrato sulle condizioni cicliche).
- ❑ Secondo il governo, solo il primo parametro vede una **violazione**, giustificata da:
  - a) Una stima dell'output gap (differenza tra PIL potenziale e effettivo) che per il 2017 è passata dal -1,1% nel DEF di aprile al -1,7% della NdA al DEF di ottobre;
  - b) Le spese eccezionali per l'emergenza migranti e terremoto (inclusa la messa in sicurezza del patrimonio edilizio scolastico), valutati ciascuno lo 0,2% del PIL.
- ❑ Sulla **stima del Pil potenziale e dell'output gap** esiste una disputa tra l'Italia e la CE, riemersa anche in occasione della risposta del governo alla richiesta di aggiustamento del deficit 2017, che ha conseguenze reali significative. Alcuni progressi si stanno compiendo ai tavoli tecnici, ma per ora la divergenza tra le stime della CE, del MEF e di altri organismi sovranazionali (OECD, IMF, ECB) rimane.
- ❑ Per il 2017 il governo stima un output gap del -1,7%, che porrebbe l'Italia tra i paesi «experiencing 'bad times'» (output gap tra il -3% e il -1,5%), mentre la Commissione lo colloca al -0,8% (tra i paesi «experiencing 'normal times'», con output gap compreso tra -1,5% e +1,5%).
- ❑ La diversa collocazione varia i **gradi di flessibilità** sfruttabili dall'Italia per il 2017.
- ❑ A causa delle difficoltà di misurazione, recentemente in sede di Ecofin vi sono stati dei tentativi di **superare il parametro del deficit strutturale**. Nella riunione del 6 dicembre 2016 si è optato per mantenere questo indicatore ma di aumentare l'enfasi posta sulla regola di spesa, dal momento che è basata su grandezze facilmente misurabili e comunicabili al pubblico.



## Area Research & Investor Relations

Email: [servizio.research@mps.it](mailto:servizio.research@mps.it)

## Autore

Gianluca Sanna

[gianluca.sanna@mps.it](mailto:gianluca.sanna@mps.it)

+39 02 72257257

Si ringrazia Lucia Lorenzoni per le utili osservazioni

## Disclaimer

This analysis has been prepared solely for information purposes. This document does not constitute an offer or invitation for the sale or purchase of securities or any assets, business or undertaking described herein and shall not form the basis of any contract. The information set out above should not be relied upon for any purpose. Banca Monte dei Paschi has not independently verified any of the information and does not make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein and it (including any of its respective directors, partners, employees or advisers or any other person) shall not have, to the extent permitted by law, any liability for the information contained herein or any omissions therefrom or for any reliance that any party may seek to place upon such information. Banca Monte dei Paschi undertakes no obligation to provide the recipient with access to any additional information or to update or correct the information. This information may not be excerpted from, summarized, distributed, reproduced or used without the consent of Banca Monte dei Paschi. Neither the receipt of this information by any person, nor any information contained herein constitutes, or shall be relied upon as constituting, the giving of investment advice by Banca Monte dei Paschi to any such person. Under no circumstances should Banca Monte dei Paschi and their shareholders and subsidiaries or any of their employees be directly contacted in connection with this information