

## Il differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita nella NadeF 2018

di Osservatorio CPI

\* \* \*

Nella recente Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza (NadeF) merita attenzione un elemento che finora ha attirato poca attenzione: il **differenziale tra tasso di interesse implicito sul debito pubblico e tasso di crescita nominale**.

Con questa espressione ci si riferisce all'andamento previsto nel triennio 2019-21 della differenza tra tasso di interesse implicito sul debito (cioè il rapporto tra gli interessi da pagare in un certo anno e il debito dell'anno precedente) e tasso di crescita nominale dell'economia. Questa differenza è di fondamentale importanza per la dinamica del rapporto tra debito e Pil. In termini molto semplici, quando questa differenza è positiva (cioè quando il tasso di interesse è maggiore del tasso di crescita del Pil), l'aumento del debito causato dagli interessi non è *neutralizzato* (nei suoi effetti sul rapporto tra debito e Pil) dal tasso di crescita dell'economia. Quindi, se tale componente è positiva concorre ad aumentare il rapporto tra debito e Pil in misura tanto più elevata quanto più è alto il rapporto stesso. Nel caso invece in cui il tasso di crescita ecceda il tasso di interesse, questa componente riduce il rapporto di debito per un importo che è tanto più elevato quanto più elevato è il rapporto stesso. In altri termini, se la differenza tra tasso di interesse e tasso di crescita è negativa, un paese con un debito elevato avrà una maggiore facilità a ridurre il rapporto di debito rispetto a un paese con un debito basso. Il quadro programmatico della nota di aggiornamento al DEF riporta un tasso di crescita nominale piuttosto elevato negli anni futuri (2,5 per cento nel 2018, 3,1 per cento nel 2019, 3,5 per cento nel 2020 e 3,1 per cento nel 2021) e un tasso di interesse implicito pari a 2,8 per cento nel 2018, 2,9 per cento nel 2019, 3 per cento nel 2020 e 3,1 per cento nel 2021. Il differenziale è quindi vicino allo zero nel 2018 e negativo negli anni seguenti (0,3 per cento nel 2018, -0,2 per cento nel 2019, -0,5 per cento nel 2020 e 0 nel 2021).

Se questi numeri si realizzassero, sarebbe una buona notizia per l'andamento del rapporto tra debito e Pil. Ma ciò, anche alla luce del fatto che l'ultima volta che questa differenza è stata negativa era nel 1988 (vedi grafico), sembra improbabile. Innanzitutto, il tasso di crescita dell'economia nei prossimi anni potrebbe non arrivare ai livelli indicati nelle previsioni del DEF. Infatti, sebbene la politica di sostegno della domanda fatta in deficit potrebbe avere effettivamente un effetto positivo sul livello del Pil del 2019, effetti negativi sulla crescita dell'economia potrebbero derivare dal rallentamento in atto nell'economia internazionale e dall'aumento dei tassi di interesse. Per gli anni dopo il 2019, il rischio di

dover rivedere al ribasso il tasso di crescita è ancora più concreto, giacché nella nota di aggiornamento non è spiegato cosa sosterrà la crescita dell'economia, a meno di eventuali effetti ritardati dell'espansione del 2019. A questo devono essere aggiunte le incertezze relative alla spesa per interessi. Le previsioni della NadeF relative alla spesa per interessi incorporano (per i mesi restanti del 2018 e per tutto il 2019) un livello dello spread pari a quello raggiunto nelle settimane della preparazione del documento. Se lo spread dovesse attestarsi su livelli più alti, ipotesi che non sembra improbabile alla luce degli accadimenti di questi giorni, il tasso di interesse implicito sul debito potrebbe essere più elevato di quello previsto dal governo, a causa dei maggiori interessi da pagare. Questo contribuirebbe a mantenere il tasso di interesse implicito più alto del tasso di crescita nominale ostacolando, in virtù dei meccanismi che abbiamo spiegato sopra, la riduzione del debito.

