

## UN PO' DI CHIAREZZA SULLA STRETTA FISCALE DEL 2012

di Carlo Valdes

È utile tornare a parlare della stretta fiscale realizzata nel 2012. Recentemente hanno preso piede due tesi:

- La prima è che in assenza di tale stretta l'andamento del Pil sarebbe stato più favorevole e che, quindi, la stretta fiscale avrebbe peggiorato le condizioni economiche degli italiani.
- La seconda è che anche l'andamento del rapporto tra debito pubblico e Pil sarebbe stato più favorevole e che, quindi, la stretta sarebbe stata controproducente anche per i conti pubblici.

In questa nota ci occupiamo solo della prima tesi, rinviando la seconda a una nota successiva.

Prima di spiegare perché la prima tesi sia errata, chiariamo un punto: le misure fiscali del 2012 sono solo in parte imputabili al governo Monti. Una parte consistente di queste era già stata introdotta, con effetto ritardato, dal Governo Berlusconi, attraverso vari decreti legge a partire dal maggio 2010.<sup>1</sup> Il governo Monti aggiunse a queste misure quelle del decreto "Salva Italia".<sup>2</sup> Utilizzando stime delle Ragioneria Generale dello Stato, si può calcolare che oltre metà della stretta fiscale del 2012 riflette misure decise dal governo Berlusconi.

Ma torniamo al punto principale. Cosa sarebbe successo senza la stretta del 2012? È vero che una politica restrittiva, cioè un taglio delle spese o un aumento delle tasse, riduce la domanda aggregata e causa una diminuzione del Pil. Ma una diminuzione rispetto a cosa? Rispetto all'anno precedente, ed è questo che normalmente si misura utilizzando i cosiddetti moltiplicatori keynesiani). E cosa sarebbe successo al Pil nel 2012 se la stretta fiscale non fosse stata realizzata? In gergo tecnico si dice che occorre chiedersi quale sia il controfattuale. È probabile che, in assenza della stretta fiscale, il Pil nel 2012 sarebbe sceso più rapidamente di quanto è effettivamente accaduto.

Per capire ciò, è sufficiente concentrarsi su quello che stava succedendo già nel 2011, prima della stretta fiscale. Lo spread aveva cominciato a salire vertiginosamente dal maggio 2010, toccando un picco di 575 punti base il 9 novembre 2011, una settimana prima dell'insediamento del governo Monti. Il credito alle imprese, che diminuisce all'aumentare dei tassi di interesse e che aveva iniziato il suo rallentamento già nei primi mesi del 2011, aveva cominciato a scendere rapidamente nella seconda parte del 2011. E il Pil trimestrale aveva già registrato un rallentamento nel primo

---

<sup>1</sup> In ordine cronologico: DL 78/2010 (<https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/00737276.pdf>) - [Governo Berlusconi](#);

DL 98/2011 (convertito dalla L. 15 luglio 2011, n. 111) – governo Berlusconi;

DL 138/2011 (convertito dalla L. 14 settembre 2011, n. 148) – governo Berlusconi;

Legge di stabilità 2012 (L. 12 novembre 2011, n. 183) – governo Berlusconi

([http://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Pubblicazioni/Note-brevi/La-manovra-di-FP/2011-2014/Le\\_manovre\\_di\\_finanza\\_pubblica\\_del\\_2011.pdf](http://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Pubblicazioni/Note-brevi/La-manovra-di-FP/2011-2014/Le_manovre_di_finanza_pubblica_del_2011.pdf)).

<sup>2</sup> DL 201/2011 – governo Monti. Questo intervento è stato seguito da altri interventi minori nel 2012.

semestre del 2011 e scendeva a un tasso annualizzato del 4 per cento nella seconda metà del 2011, ben prima che il grosso della stretta avesse effetto. Ad ulteriore conferma della gravità della situazione possono essere richiamati anche i dati mensili sulla produzione industriale, nei quali si registra un calo dal maggio del 2011. Il che vuol dire che, anche senza la stretta fiscale, il Pil nel 2012 sarebbe comunque sceso rispetto al 2011.

Cosa sarebbe quindi successo se la stretta fiscale non fosse stata implementata? Probabilmente lo spread sarebbe continuato a crescere fino al punto in cui lo Stato avrebbe perso la possibilità di finanziarsi sul mercato. Questo avrebbe comportato un effetto a cascata tale che, a fronte dell'incapacità dello Stato di finanziarsi, anche per le banche sarebbe stato impossibile ottenere finanziamenti, con una ricaduta di eccezionale gravità su famiglie e imprese, e quindi sul Pil. Il trend osservato nel 2011 per credito, produzione e produzione industriale sarebbe continuato e si sarebbe anche accentuato. È difficile sapere di quanto il Pil sarebbe sceso in questo scenario, ma una completa perdita di accesso al mercato ha solitamente conseguenze devastanti su un'economia. Probabilmente il Pil sarebbe sceso anche più di quanto effettivamente avvenne. Qualcuno potrebbe dire che il problema si sarebbe potuto risolvere semplicemente attraverso un intervento della BCE. Ma, per quanto dolorosa, la stretta fiscale era necessaria per dare ai mercati e alla Banca Centrale Europea il segnale che il Paese sarebbe stato capace di ripagare i propri debiti. Senza quella stretta, la BCE non sarebbe comunque potuta intervenire per far scendere i tassi di interesse (come avvenne dal luglio del 2012) perché tale intervento, senza una correzione dei conti pubblici, sarebbe stato visto come la monetizzazione di una posizione fiscale insostenibile. Infatti, in molti all'epoca (compreso il Fondo Monetario Internazionale) sostenevano che la stretta fiscale non sarebbe stata sufficiente per far scendere i tassi di interesse. Sarebbe stato necessario anche l'intervento della BCE, ma tale intervento richiedeva un'azione da parte delle autorità italiane.<sup>3</sup>

In conclusione, quindi, la stretta fiscale del 2012 ha avuto un effetto negativo sul Pil sia rispetto all'anno precedente, sia rispetto a quanto sarebbe avvenuto se, in assenza di tale stretta, fosse stato mantenuto l'accesso ai mercati e lo spread fosse sceso nella seconda parte del 2012. Ma in

---

<sup>3</sup> Si potrebbe sostenere che la BCE sarebbe potuta intervenire per far scendere i tassi di interesse anche in assenza di una stretta fiscale. Tuttavia, anche molti sostenitori della necessità di un ruolo più attivo da parte della BCE sono d'accordo sul fatto che il ruolo della Banca Centrale non sia quello di mantenere nel tempo posizioni fiscalmente insostenibili, ma quello di evitare *self-fulfilling crises*. In presenza di squilibri fiscali e di spread tenuti alti da *self-fulfilling expectations*, una stretta fiscale non è sufficiente (anche se è necessaria), e deve quindi essere affiancata da un intervento della Banca Centrale. Si noti in proposito il seguente passo del paper di Paul De Grauwe e Yuemei Ji "*Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test*" (2013): "*In a world where spreads are tightly linked to the underlying fundamentals such as the debt to GDP ratio and fiscal space, the only option the policy makers have in reducing the spreads is to improve the fundamentals. This implies measures aimed at reducing the debt burden. If, however, there can be a disconnection between the spreads and the fundamentals, a policy geared exclusively towards affecting the fundamentals (i.e. reducing the debt burden) will not be sufficient. In that case policy makers should also try to stop countries from being driven into a bad equilibrium. This can be achieved by more active liquidity policies by the ECB that aim at preventing a liquidity crisis from leading to a self-fulfilling solvency crisis.*"

assenza di quell'intervento, la situazione sui mercati finanziari sarebbe probabilmente peggiorata e il nostro prodotto interno sarebbe sceso a livelli inferiori di quelli effettivamente realizzati.