

TAVOLA III.8: LA FINANZA PUBBLICA CORRETTA PER IL CICLO (in percentuale del PIL) ¹

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tasso di crescita del PIL a prezzi costanti	0,4	-2,4	-1,3	1,3	1,5	1,3	1,4
Indebitamento netto	-3,8	-3,0	-2,9	-1,8	-1,5	-0,9	-0,4
Interessi passivi	5,0	5,5	5,3	5,6	5,8	6,0	6,1
Tasso di crescita del PIL potenziale	0,4	-0,5	0,0	0,2	0,3	0,3	0,5
Contributi dei fattori alla crescita potenziale:							
<i>Lavoro</i>	0,3	-0,4	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
<i>Capitale</i>	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
<i>Produttività Totale dei Fattori</i>	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
<i>Output gap</i>	-1,8	-3,6	-4,8	-3,8	-2,6	-1,7	-0,8
Componente ciclica del saldo di bilancio	-1,0	-2,0	-2,7	-2,1	-1,5	-0,9	-0,5
Saldo di bilancio corretto per il ciclo	-2,8	-1,1	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,0
Avanzo primario corretto per il ciclo	2,2	4,5	5,1	5,9	5,7	6,1	6,1
Misure <i>una tantum</i>	0,7	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Saldo di Bilancio al netto delle <i>una tantum</i>	-4,5	-3,1	-2,7	-1,7	-1,5	-0,9	-0,5
Saldo di bilancio corretto per il ciclo al netto delle <i>una tantum</i>	-3,5	-1,2	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Avanzo primario corretto per il ciclo al netto delle <i>una tantum</i>	1,5	4,4	5,3	6,0	5,8	6,0	6,1
Variazione saldo di bilancio al netto delle <i>una tantum</i>	-0,2	-1,3	-0,4	-1,0	-0,2	-0,5	-0,5
Variazione saldo di bilancio corretto per ciclo al netto delle <i>una tantum</i>	-0,2	-2,3	-1,1	-0,4	0,4	0,0	0,0

1) Gli arrotondamenti alla prima cifra decimale possono determinare incongruenze tra i valori presentati in tabella.

La componente ciclica che fornisce una misura approssimata dell'impatto delle fluttuazioni congiunturali sul bilancio dello Stato viene definita come il prodotto tra l'*output gap* e l'elasticità del saldo di bilancio alla crescita economica. A partire da quest'anno, il Comitato di Politica Economica dell'UE ha deciso di adottare un concetto di semi-elasticità¹³. Pertanto, in luogo della misurazione dell'impatto sul livello assoluto del saldo di bilancio di variazioni della crescita economica, si considera la variazione del saldo di bilancio in percentuale del PIL rispetto a variazioni della crescita economica. Al contrario del precedente indicatore, ciò determina una elasticità pari a circa zero per il rapporto tra entrate fiscali e PIL e valori prossimi a 0,5 per il rapporto tra spese e PIL. Nel complesso, il parametro¹⁴ della semi-elasticità risulta essere per l'Italia pari a circa 0,55. Sulla base di tali innovazioni, la componente ciclica raggiungerebbe il -2,7 per cento nel 2013 per poi diminuire progressivamente, arrivando al -0,5 per cento nel 2017.

In linea con l'obiettivo di medio periodo (MTO) del Governo, il saldo strutturale, che considera il rapporto tra indebitamento e PIL al netto del ciclo e delle misure *una tantum*, sarebbe in pareggio nel 2013 senza necessità di intervenire con ulteriori manovre correttive. Nel 2014 il saldo strutturale si collocherebbe ben al di sopra dell'obiettivo di medio periodo raggiungendo un

¹³ Mourre, G., Isbasoiu, G.M., Paternoster, D., Salto, M., 2013, *The cyclically adjusted budget balance in the EU fiscal framework: an update*; European Economy, European Commission, Directorate- General for Economic and Financial Affairs; Economic Paper No. 478.

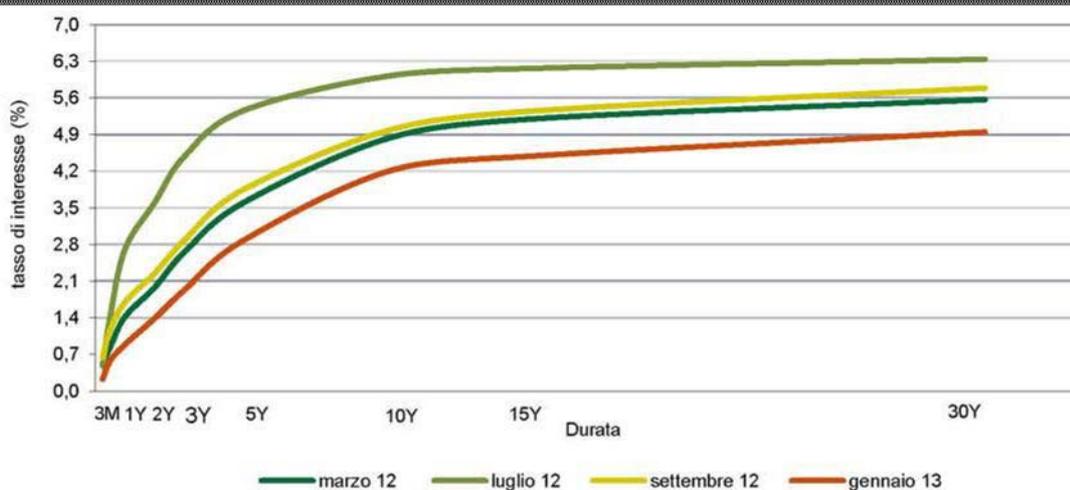
¹⁴ Inoltre, sono stati aggiornati i parametri che rappresentano, per ogni singolo paese, i pesi specifici, cioè la struttura di entrate e spese e le quote relative delle singole categorie che le compongono. Sia la modifica della semi-elasticità che quella che riguarda i pesi relativi non hanno effetti rilevanti sul calcolo della componente ciclica, mentre hanno effetti significativi sul calcolo separato di entrate e uscite strutturali.

surplus dello 0,4 per cento del PIL. Per converso, nel periodo 2015-2017, il prossimo Governo dovrebbe implementare ulteriori misure, pari complessivamente allo 0,6 per cento del PIL, in modo da garantire il mantenimento di un saldo strutturale in pareggio.

III.4 DEBITO PUBBLICO

Nel 2012, come nel 2011, il debito pubblico è stato gestito in un contesto reso arduo sia dalle condizioni di estrema instabilità dei mercati finanziari (in particolare sul segmento dei titoli governativi dell'Area dell'Euro) sia dal ciclo economico sfavorevole. L'andamento dei mercati durante l'anno è stato tuttavia tutt'altro che uniforme. I primi mesi dell'anno hanno visto il protrarsi degli effetti delle operazioni straordinarie di iniezione di liquidità con scadenza triennale attivate dalla Banca Centrale Europea (BCE). In particolare a febbraio è stata effettuata la seconda operazione di LTRO (*Long Term Refinancing Operation*) per ulteriori 530 miliardi a cui hanno partecipato 800 banche. Il mercato dei titoli governativi italiani ha beneficiato in maniera significativa da queste operazioni, anche grazie al ruolo svolto dalle banche italiane che hanno in parte riversato la liquidità ottenuta sui titoli di Stato contribuendo non marginalmente alla sensibile riduzione dei tassi e al ripristino di condizioni di liquidità soddisfacenti sul mercato secondario. Da inizio gennaio a inizio marzo i tassi sulla scadenza a 1 anno sono scesi di circa 260 punti base mentre quelli sulla scadenza a 10 anni si sono ridotti di circa 230 punti base.

FIGURA III.1: EVOLUZIONE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO

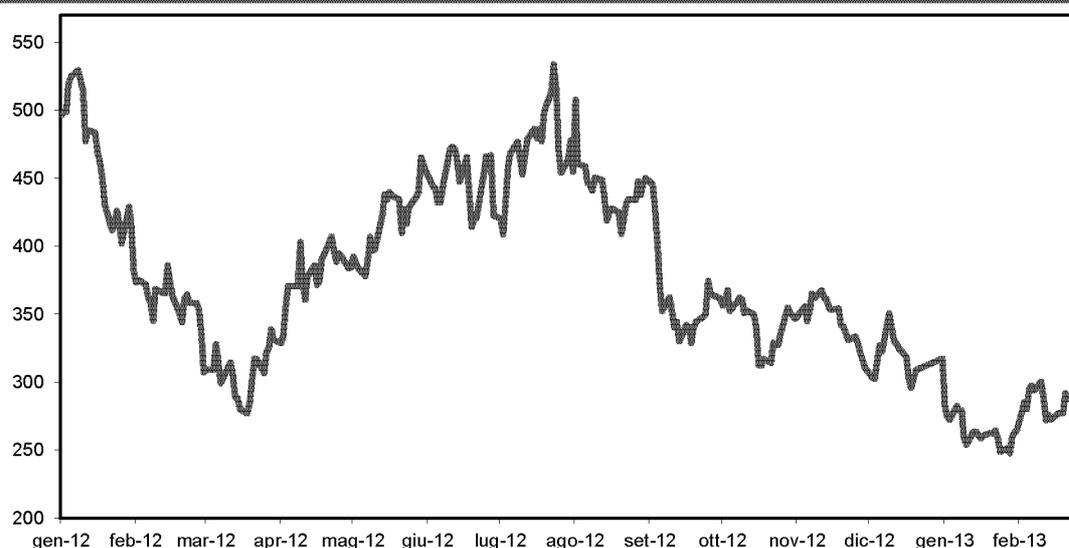


Parallelamente, anche il differenziale di rendimento contro il *Bund* tedesco si è notevolmente ridotto passando dai 530 punti base di inizio gennaio ai 290 di inizio marzo sulla scadenza a 10 anni. A rafforzare questa tendenza hanno contribuito da un lato le misure di ulteriore consolidamento della finanza pubblica adottate dal governo a partire dalla fine del 2011, che si sono aggiunte a quelle già messe in campo nei mesi precedenti e, dall'altro, l'approvazione a livello

europeo del *Fiscal Compact*, volto a garantire un più efficace controllo della finanza pubblica degli Stati membri e un più attento monitoraggio delle fonti di potenziale rischio macroeconomico.

Con il mese di marzo, e fino alla fine del mese di luglio, l'instabilità sui mercati è ritornata a farsi sentire in modo piuttosto intenso, contestualmente al venire meno degli effetti delle due operazioni straordinarie di liquidità della BCE. A determinare questa rinnovata fase di turbolenza sui mercati sono state da un lato le criticità connesse con la ristrutturazione del debito della Grecia insieme alla sua complessa fase di instabilità politica, innescata anche dalle trattative per l'erogazione delle *tranche* di aiuti e, dall'altro, dal deterioramento del quadro di finanza pubblica della Spagna, insieme alla necessità di procedere a rilevanti interventi di ricapitalizzazione del settore bancario di quel paese. In questo quadro si è assistito nuovamente a un peggioramento dei corsi dei titoli governativi, con conseguente innalzamento del costo di finanziamento del debito: su tutto il periodo da inizio marzo a metà luglio, i tassi sono saliti di circa 130 punti base sulla scadenza annuale, mentre su quella decennale la salita è stata nell'ordine dei 90 punti base, dando luogo a un non trascurabile appiattimento della curva dei rendimenti, segnaletico di una qualche rinnovata criticità sul fronte del rischio di credito.

FIGURA III.2: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO BTP-BUND-BENCHMARK 10 ANNI

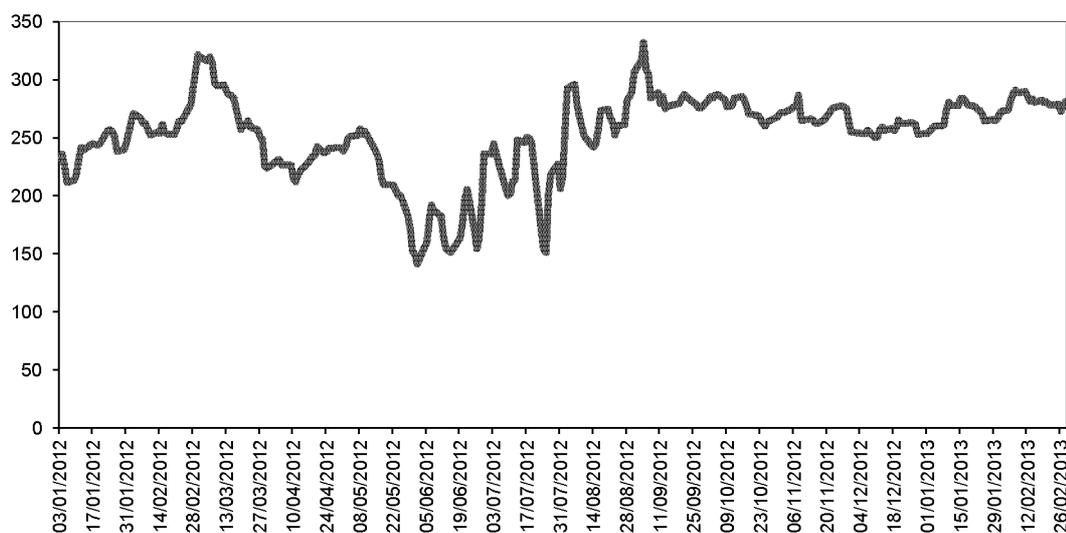


Nel mese di giugno, a livello europeo sono stati raggiunti importanti accordi sia per la Spagna, con un piano di aiuti fino a 100 miliardi per le banche a valere sui veicoli europei EFSF/ESM, sia per il ruolo dei medesimi fondi a supporto dei titoli governativi di paesi sotto stress. Tuttavia, la situazione di mercato non è migliorata in modo sensibile, in parte anche per effetto del *downgrade* del *rating* dell'Italia da parte di *Moody's* deciso nel mese di luglio.

A mutare radicalmente il contesto è arrivato a fine luglio l'impegno molto determinato da parte della BCE a voler prendere in considerazione ogni iniziativa pur di garantire la sopravvivenza della moneta unica. A ciò ha fatto seguito, ai

primi di agosto, la presentazione del nuovo piano di acquisto dei titoli (OMT *Outright Monetary Transactions*) di cui ai primi di settembre sono stati illustrati i dettagli operativi. Con queste iniziative il mercato dei titoli governativi dell'intera Area dell'Euro si è stabilizzato, con un forte calo dei rendimenti di tutti paesi cosiddetti 'periferici', una marcata riduzione delle volatilità dei corsi dei titoli e la ripresa sensibile dei volumi dei titoli scambiati sui mercati, con un ritorno non marginale degli investitori provenienti sia dal Nord Europa che da altre aree come gli USA e l'Asia. Per l'Italia questo ha comportato una sensibile riduzione, protrattasi fino a metà febbraio dell'anno in corso, dello *spread* contro *Bund*, che dagli oltre 530 punti base di fine luglio 2012 è arrivato ai circa 255 di febbraio 2013. Molto rapida è stata invece la normalizzazione della forma della curva dei rendimenti, tornata già a settembre su una pendenza in linea con quella di inizio marzo, e il cui livello è progressivamente calato fino a riportarsi a tassi simili a quelli della prima metà del luglio 2011. A interrompere questa tendenza, senza tuttavia dare luogo a un'effettiva inversione, è stato solo l'approssimarsi dell'appuntamento elettorale di fine febbraio, il cui esito è apparso via via sempre più incerto.

FIGURA III.3: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TITOLI DI STATO 10 ANNI VS 2 ANNI



Nonostante un contesto così difficile, il Tesoro è riuscito a garantire una politica di emissione e di gestione delle passività in circolazione piuttosto regolare e prevedibile, riuscendo a garantire un'allocazione efficiente del debito sia in termini di costo che di consolidamento dei risultati di minimizzazione dei rischi ottenuti fino alla fine del 2011. I titoli di Stato italiani sono stati collocati in modo soddisfacente sia sul piano della domanda che sul quello dei costi, visto che larga parte dei collocamenti è stata effettuata a prezzi sostanzialmente in linea con quelli del mercato secondario.

Nei mesi maggiormente favorevoli, il Tesoro è riuscito a garantire il rifinanziamento dei titoli in scadenza accelerando il ritmo delle emissioni su tutte le scadenze fino a 10 anni e in particolare sui BOT. Le migliorate condizioni

rispetto agli ultimi mesi del 2011 hanno reso possibile il lancio, nel mese di marzo, del BTP Italia, titolo quadriennale indicizzato all'indice di inflazione FOI (Indice delle famiglie italiane di operai ed impiegati) indirizzato agli investitori *retail* e quotato sul MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni). Lo stesso titolo è stato riproposto in altre due circostanze, a giugno e ottobre, con un successo di proporzioni considerevoli nel secondo caso, anche per effetto di condizioni generali di mercato particolarmente favorevoli.

TAVOLA III.9: DETERMINANTI DEL DEBITO PUBBLICO (in percentuale del PIL) ¹

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Livello (al netto sostegni) (2)	120,0	124,3	126,9	125,2	121,8	117,8	113,8
Impatto di sostegni (3)	0,8	2,7	3,5	3,8	3,7	3,6	3,5
Livello (al lordo sostegni) (2)	120,8	127,0	130,4	129,0	125,5	121,4	117,3
Variazioni rispetto all'anno precedente	1,5	6,2	3,4	-1,4	-3,5	-4,1	-4,1
Fattori che determinano le variazioni del debito pubblico (in percentuale del PIL)							
Avanzo Primario (Competenza Economica)	-1,2	-2,5	-2,4	-3,8	-4,3	-5,1	-5,7
Effetto <i>snow-ball</i>	3,0	6,5	4,7	1,5	1,7	2,1	2,4
<i>di cui: Interessi (competenza economica)</i>	5,0	5,5	5,3	5,6	5,8	6,0	6,1
Aggiustamento Stock-Flussi	-0,3	2,2	1,1	0,9	-0,9	-1,1	-0,8
<i>di cui: Differenza tra cassa e competenza</i>	-0,4	0,0	-0,3	-0,1	-0,8	-0,8	-0,4
<i>Accumulazione netta di asset finanziari (4)</i>	0,6	-0,4	-0,2	-0,6	-0,5	-0,7	-0,8
<i>di cui: Introiti da Privatizzazioni</i>	0,0	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
<i>Effetti di valutazione del Debito</i>	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
<i>Altro (5)</i>	-1,0	2,1	1,3	1,4	0,0	0,1	0,1
<i>p. m. : Tasso di interesse implicito sul Debito</i>	4,2	4,5	4,2	4,4	4,7	4,9	5,2

1) Gli arrotondamenti alla prima cifra decimale possono determinare incongruenze tra i valori presentati nella tavola.

2) Al netto e al lordo della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti EFSF diretti alla Grecia e del programma ESM. Per gli anni 2011-2012 l'ammontare di tali prestiti agli Stati membri dell'UEM (bilaterali o attraverso EFSF) è pari rispettivamente a 13.118 e 36.932 miliardi. Le stime per gli anni 2013-2017 includono i proventi da privatizzazioni per un ammontare pari a circa 1 punto percentuale di PIL all'anno.

3) Include gli effetti del contributo italiano a sostegno dell'Area Euro: contributi programma *Greek Loan Facility* (GLF), EFSF e ESM.

4) Include gli effetti dei contributi per GLF e programma ESM.

5) La voce altro, residuale rispetto alle precedenti, comprende: variazioni dei depositi attivi del MEF presso la Banca d'Italia; discrepanze statistiche; contributi a sostegno dell'Area Euro previsti dal programma EFSF; effetti del D.L. n.35/2013.

Nelle fasi di maggiore turbolenza il Tesoro non è mai ricorso a cambiamenti repentini della sua strategia: si è fatto ricorso ad una graduale rimodulazione delle emissioni sulle scadenze 2-10 anni privilegiando la parte a 3 e a 10 anni, a fronte di una riduzione del carico sulle scadenze a 15-30 anni, sulla componente a tasso variabile (CCTeu) o indicizzata all'inflazione dell'area euro (BTP*€i*). Di converso in queste fasi è stata intensificata l'offerta dei titoli non più in corso di emissione (titoli *off-the-run*) mentre in un caso si è anche proceduto a svolgere un'operazione di concambio, con l'obiettivo di fornire un supporto ai BTP indicizzati all'inflazione dell'Area dell'Euro, che in alcune fasi di mercato hanno presentato una *performance* molto negativa anche in termini di liquidità del mercato secondario.

TABELLA III.10: DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE PER SOTTOSETTORE ¹
(in milioni di euro e in percentuale del PIL)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Livello al netto dei sostegni finanziari Area Euro (2)							
Amministrazioni pubbliche	1.894.275	1.945.993	1.995.916	2.032.816	2.043.870	2.040.114	2.032.295
<i>in % PIL</i>	120,0	124,3	126,9	125,2	121,8	117,8	113,8
Amministrazioni centrali (3)	1.785.363	1.838.855	1.887.547	1.923.468	1.933.793	1.929.606	1.921.854
Amministrazioni locali (3)	135.159	131.810	133.039	134.018	134.747	135.177	135.469
Enti di Previdenza e Assistenza (3)	135	149	149	149	149	149	149
Livello al lordo dei sostegni finanziari Area Euro (2)							
Amministrazioni pubbliche	1.907.392	1.988.658	2.051.352	2.094.275	2.105.502	2.101.937	2.094.348
<i>in % PIL</i>	120,8	127,0	130,4	129,0	125,5	121,4	117,3
Amministrazioni Centrali (3)	1.798.480	1.881.520	1.942.983	1.984.927	1.995.425	1.991.429	1.983.908
Amministrazioni Locali (3)	135.159	131.810	133.039	134.018	134.747	135.177	135.469
Enti di Previdenza e Assistenza (3)	135	149	149	149	149	149	149

1) Gli arrotondamenti alla prima cifra decimale possono determinare incongruenze tra i valori presentati in tabella.

2) Al netto ovvero al lordo della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti EFSF diretti alla Grecia e del programma ESM. Per gli anni 2011-2012 l'ammontare di tali prestiti agli Stati membri dell'UEM (bilaterali o attraverso EFSF) è pari rispettivamente a 13.118 e 36.932 miliardi. Le stime per gli anni 2013-2017 includono i proventi da privatizzazioni per un ammontare pari a circa 1 punto percentuale di PIL all'anno.

3) Al lordo degli interessi non consolidati.

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al bollettino statistico Finanza pubblica, fabbisogno e debito del 15 marzo 2013.

III.5 EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL

Mentre il rapporto debito/PIL nel 2011 è stato solo marginalmente rivisto al rialzo, passando dal 120,7 per cento riportato nella Nota di Aggiornamento al DEF dello scorso settembre al 120,8 per cento, il dato per il 2012 si è invece attestato su un livello superiore alle previsioni della Nota, raggiungendo il 127 per cento. Mentre nel primo caso si tratta di ordinarie revisioni statistiche relative sia allo *stock* aggregato del debito pubblico (da parte della Banca d'Italia) che al PIL (da parte dell'ISTAT), a determinare l'incremento rispetto alle previsioni per l'anno 2012 è stato principalmente l'andamento del volume del debito, risultato superiore di circa 12 miliardi di euro rispetto alle stime di settembre 2012¹⁵. A spiegare questa evoluzione è stata in parte una dinamica del fabbisogno del Settore pubblico superiore alle attese e in parte un più accentuato ritmo delle emissioni di titoli, che ha contribuito a consolidare la posizione di cassa del Tesoro di fine anno.

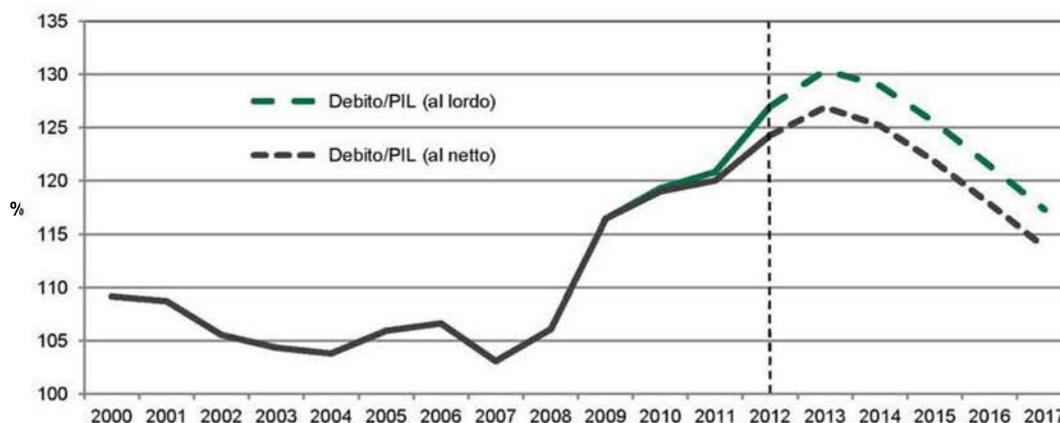
Per l'anno 2013 il rapporto debito/PIL è previsto ancora in crescita di oltre 3 punti percentuali di PIL rispetto al 2012, arrivando al 130,4 per cento, un dato di circa 4,3 punti percentuali di PIL superiore alla stima programmatica contenuta nella Nota di Aggiornamento del DEF del 2012. Diverse sono le cause sottostanti tale evoluzione: un ruolo minore è rappresentato dall'effetto di 'trascinamento'

¹⁵ In linea con le previsioni, lo *stock* di debito del 2012 ha risentito dell'operazione di privatizzazione delle società Fintecna, Sace e Siemest, per un importo pari circa a 7,8 miliardi, operazione che si completerà nell'anno in corso per altri 0,9 miliardi.

dal 2012 (per circa 0,7 punti di PIL) e da un livello del PIL stimato per l'anno lievemente inferiore (per circa 0,5 punti percentuali), mentre il fattore maggiormente significativo è da ricondurre a una sostanziale revisione al rialzo del fabbisogno del Settore pubblico (per quasi 3,3 punti di PIL), anche per effetto del provvedimento di sblocco dei pagamenti dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche verso i propri fornitori¹⁶. Rispetto alla Nota non presentano modifiche rilevanti gli impatti derivanti dai sostegni ai paesi dell'Area dell'Euro il cui effetto complessivo sul debito, in termini di PIL, per gli anni 2012 e 2013, rimane sostanzialmente invariato, pur tenendo conto degli effetti della rinegoziazione del prestito alla Grecia.

Nel 2014 si assiste a una prima, sebbene contenuta, riduzione del livello del rapporto/PIL che dovrebbe portarsi al 129 per cento, poco meno di 6 punti percentuali di PIL al di sopra della previsione dello scorso settembre. Oltre all'ovvio motivo derivante dal più alto livello dell'anno precedente, questo risultato si spiega anche in questo caso con un livello del fabbisogno del Settore pubblico ben più elevato di quello contenuto nelle stime della Nota (per quasi due punti di PIL), in larga parte dovuto agli effetti del decreto legge sopra citato.

FIGURA III.4: EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL (al lordo e al netto dei sostegni ai Paesi euro)



Dal 2015 in poi si assiste a un percorso di riduzione del rapporto piuttosto sostenuto, per circa 4 punti percentuali di PIL all'anno. Il venir meno degli effetti finanziari del decreto più volte citato, combinato con quelli positivi sull'economia reale sono sicuramente i fattori determinanti alla base di questa discesa, a cui contribuiscono non poco anche una dinamica del fabbisogno particolarmente virtuosa dal 2016 in poi e il mantenimento dell'ipotesi di entrate da dismissioni immobiliari costanti per importi pari circa a un punto percentuale di PIL all'anno anche dopo il 2015.

Nel 2017 il rapporto raggiunge il 117,3 per cento, che al netto dei sostegni previsti per i paesi dell'Area Euro, corrisponde a circa il 113,8 per cento. Quest'ultimo valore, sebbene ancora elevato, se confrontato con il 126,9 per

¹⁶ D.L. n.35/2013.

cento previsto per quest'anno, evidenzia un risanamento particolarmente sostenuto e continuo nel tempo.

III.6 LA REGOLA DEL DEBITO E GLI ALTRI FATTORI RILEVANTI

Al fine di promuovere la stabilità economica, ripristinare la fiducia degli agenti economici e prevenire future crisi nell'Area dell'Euro e dell'Unione europea, il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato in ottobre del 2011 un pacchetto di sei nuovi atti legislativi, il cosiddetto *Six Pack*. Questo pacchetto modifica il regolamento (UE n.1467/97) per la disciplina della procedura per disavanzi eccessivi. Le novità principali in tale contesto riguardano l'introduzione di un criterio numerico per valutare la riduzione del rapporto debito/PIL e la convergenza verso la soglia obiettivo del 60 per cento, nonché la definizione di un insieme di fattori rilevanti da tenere in considerazione ai fini della valutazione del rispetto di tale criterio.

La regola del debito

Il criterio introdotto con il cosiddetto *Six Pack* stabilisce che gli Stati membri il cui debito superi il 60 per cento del PIL, debbano ridurre tale rapporto ad un ritmo adeguato e convergere verso il valore di riferimento. Affinché la riduzione sia considerata 'adeguata' è necessario che la distanza del rapporto debito/PIL dalla soglia del 60 per cento si riduca al passo di un ventesimo all'anno, calcolato con riferimento alla media dei tre anni antecedenti la valutazione.

Operativamente, il mancato rispetto del criterio del debito è valutato in base a tre condizioni quantitative poste in successione. Se nessuna di tali condizioni viene soddisfatta si apre la possibilità di una procedura per disavanzi eccessivi. Nello specifico, nel caso in cui il debito sia superiore al 60 per cento del PIL e si allontani dal *benchmark* costruito sulla media degli ultimi tre anni, due ulteriori criteri devono essere tenuti in considerazione, ossia: a) se, sulla base di previsioni a politiche invariate è prevista una correzione del debito nei due anni successivi rispetto al primo anno di valutazione; b) se vi sono effetti attribuibili al ciclo economico. Solo se entrambe le condizioni (a-b) non sono soddisfatte, è prevista l'apertura della procedura per disavanzi eccessivi con la redazione del rapporto in base all'Art. 126(3) del TFUE.

Per gli Stati membri correntemente sottoposti alla procedura di *deficit* eccessivo è previsto un periodo di transizione per l'applicazione della regola del debito. Dal momento dell'abrogazione della procedura per *deficit* eccessivi e per i successivi tre anni, gli Stati interessati devono prevedere un aggiustamento fiscale strutturale minimo tale da garantire un progresso continuo e realistico verso il *benchmark* del debito. L'aggiustamento fiscale deve comunque essere configurato in modo tale da rispettare le seguenti condizioni:

- l'aggiustamento strutturale annuo non deve scostarsi di più dello 0,25 per cento del PIL dall'aggiustamento strutturale minimo richiesto;

- in qualsiasi momento durante il periodo di transizione, il restante aggiustamento strutturale annuo non deve superare lo 0,75 per cento del PIL.

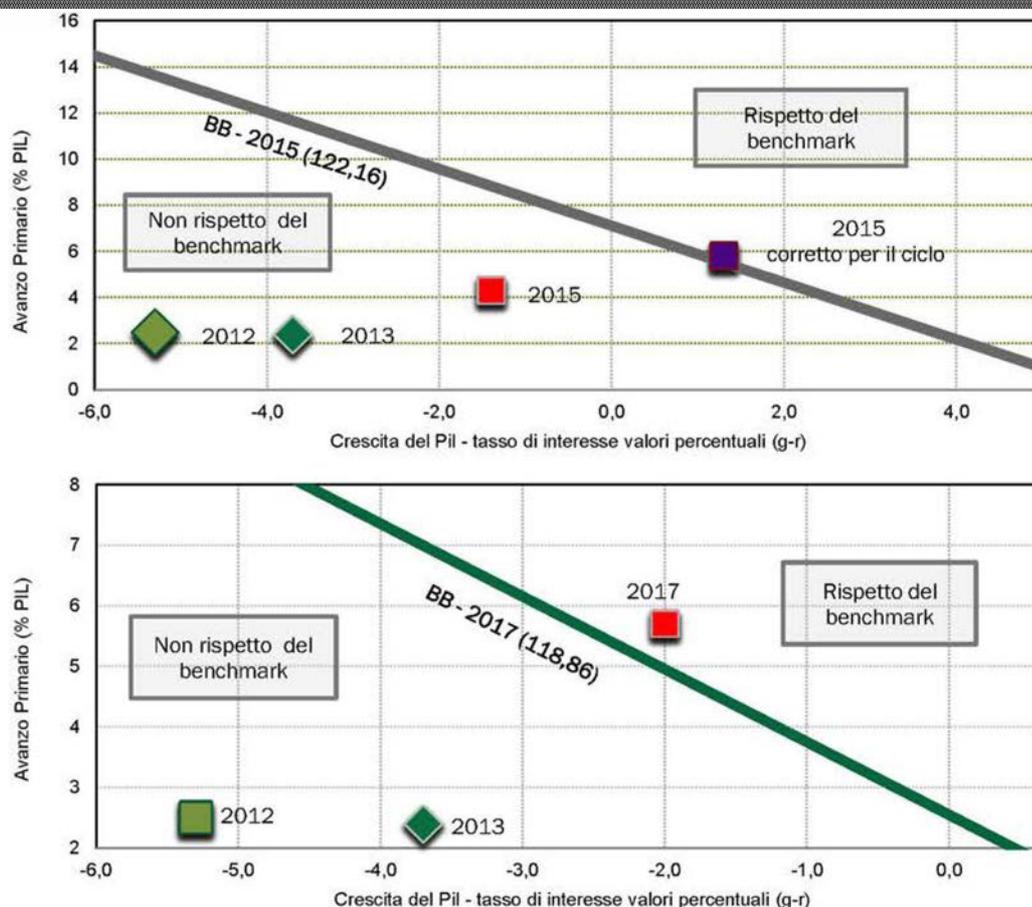
La prima valutazione della Commissione e del Consiglio europeo sulla conformità alla regola del debito avverrà per l'Italia nel 2015, ossia al termine del periodo di transizione di tre anni successivo alla chiusura della procedura per deficit eccessivo.

Per costruzione, il *benchmark* del debito è stato ottenuto sulla serie del debito programmatico al lordo dei contributi EFSF/ESM, dei prestiti bilaterali alla Grecia e degli altri fattori di aggiustamento *stock-flusso*, osservata nel periodo 2012-2014. Sulla base di tali ipotesi, il *benchmark* nel 2015 risulterebbe pari al 122,2 per cento del PIL *vis-à-vis* il debito programmatico lordo pari al 125,5 per cento del PIL, segnalando quindi il possibile mancato rispetto del criterio del debito. Tuttavia, considerando la correzione per il ciclo e l'evoluzione del debito negli anni successivi al 2015 (cosiddetto *benchmark forward-looking* calcolato a t+2) il suddetto criterio non risulta violato.

Per misurare la qualità dell'aggiustamento verso il *benchmark* è stato elaborato un esercizio di simulazione. Le figure sottostanti presentano gli isoquanti relativi alle possibili combinazioni tra avanzo primario (asse delle ordinate) e il differenziale tra crescita del PIL e il tasso di interesse implicito (asse delle ascisse) che permettono di ottenere un rapporto debito/PIL pari al *benchmark*. L'esercizio è stato effettuato con riferimento al 2015, primo anno di applicazione della regola (figura in alto) e al 2017 corrispondente al *benchmark forward-looking* (figura in basso).

I punti rappresentati nelle due figure visualizzano le diverse combinazioni tra avanzo primario e differenziali tra crescita del PIL e tasso di interesse implicito corrispondenti, nel grafico in alto, al rapporto debito/PIL del 2012, 2013 e 2015 (con e senza l'impatto del ciclo economico) e, nel grafico in basso, del 2017. Come appare evidente, il miglioramento dell'avanzo primario conseguito tra il 2012 e il 2013 e previsto fino al 2015 permetterebbe, comunque, di avvicinarsi sensibilmente al *benchmark* e di superarlo qualora il debito del 2015 fosse corretto per gli effetti del ciclo economico dei tre anni precedenti. Inoltre, pur in presenza di eventuali fattori rilevanti, l'eventuale *gap* nella riduzione del debito rispetto al *benchmark* che dovesse emergere verrà colmato con un'accelerazione nel processo di privatizzazione, che verrà definito più chiaramente dal prossimo Governo. Negli anni successivi, il mantenimento del saldo strutturale in pareggio appare essere la condizione necessaria per il rispetto della regola del debito al 2017 con un ampio margine di sicurezza.

FIGURA III.5: COMBINAZIONI TRA AVANZO PRIMARIO, TASSO DI CRESCITA E TASSI DI INTERESSE NOMINALI CHE CONSENTONO DI RISPETTARE IL BENCHMARK DEL DEBITO AL 2015 E AL 2017



Il ruolo dei fattori rilevanti nella misurazione del debito

Nel caso in cui, sulla base dell'analisi descritta sopra, il rapporto debito/PIL si discosti dal *benchmark* e non soddisfi nessuno degli ulteriori criteri quantitativi, prima di aprire una procedura per debito eccessivo, la Commissione è chiamata a redigere un rapporto¹⁷ nel quale vengono effettuate valutazioni qualitative circa un certo insieme di 'altri fattori rilevanti'. L'analisi di tali fattori rappresenta quindi un passo obbligato nelle valutazioni che inducono ad avviare una procedura per disavanzi eccessivi a causa di mancata riduzione del debito ad un 'ritmo adeguato'.

A questo riguardo, il regolamento n.1467/97 modificato dal *Six Pack* ha ampliato l'elenco dei fattori rilevanti da prendere in considerazione nel valutare il rispetto del criterio del debito.

Si tratta di fattori importanti per valutare la sostenibilità complessiva delle finanze pubbliche di un paese, che includono: i) gli andamenti della posizione debitoria a medio termine, oltre ai fattori di rischio quali la struttura per

¹⁷ In base a quanto disposto dall'articolo 126(3) TFUE.

scadenze e la denominazione in valuta del debito; ii) le operazioni di aggiustamento *stock-flow* del debito; iii) le riserve accantonate e le altre voci dell'attivo del bilancio pubblico; iv) le garanzie, specie quelle legate al settore finanziario; v) le passività, sia esplicite che implicite, connesse con l'invecchiamento demografico; vi) il livello del debito privato, nella misura in cui rappresenti una passività implicita potenziale per il settore pubblico.

Tra questi fattori, le nuove disposizioni sull'applicazione del criterio del debito attribuiscono particolare rilevanza ai contributi finanziari di sostegno per la salvaguardia della stabilità finanziaria dell'Area dell'Euro (EFSF e ESM e contributi bilaterali alla Grecia) nonché alla composizione degli aggiustamenti *stock-flow*.

Nel caso in cui la violazione del criterio del debito sia esclusivamente dovuta ai suddetti fattori rilevanti (anche nel corso del cosiddetto periodo di transizione) è escluso che lo Stato interessato entri in procedura per *deficit* eccessivi per mancato rispetto del criterio del debito.

Con specifico riferimento all'Italia, alcuni fattori rilevanti che hanno un impatto sul livello del debito tra il 2012 e il 2014 sono: le operazioni di assistenza agli altri Paesi europei (i contributi in conto capitale per l'ESM, le erogazioni all'EFSF e i prestiti bilaterali alla Grecia) e gli effetti della liquidazione dei debiti commerciali (ex D.L. n.35 dell'8 aprile 2013). Complessivamente, tali fattori ammontano all'1,9 per cento del PIL nel 2012, mentre il loro impatto è stimato al 2,1 per cento del PIL nel 2013 e infine all'1,6 per cento del PIL nel 2014.

PAGINA BIANCA

IV. ANALISI DI SENSITIVITÀ

IV.1 SENSITIVITÀ ALLA CRESCITA ECONOMICA

Per il periodo 2013-2017, è stata valutata la sensitività della finanza pubblica italiana alla crescita economica. A tal fine, sono stati generati due scenari macroeconomici alternativi di alta e bassa crescita che consentono, tra le altre cose, di simulare l'andamento dell'indebitamento netto e del debito pubblico nel caso di un miglioramento o di un peggioramento delle condizioni macroeconomiche sottostanti. Rispetto al quadro macroeconomico di riferimento, gli scenari di alta e bassa crescita¹ prevedono per ogni singolo anno dell'orizzonte di previsione, una crescita del PIL reale più alta o più bassa per 0,5 punti percentuali.

Nei due scenari alternativi, le ipotesi di crescita si riflettono sulla diversa dinamica del PIL potenziale e sull'*output gap*. L'avanzo primario viene modificato sia nella parte strutturale che nella parte ciclica. La componente ciclica totale è data dal prodotto tra l'*output gap* e l'elasticità del saldo di bilancio alla crescita economica, mentre il calcolo di entrate e spese strutturali, necessario per la derivazione della componente strutturale, richiede l'applicazione di un parametro di correzione alle entrate e alle spese dello scenario di riferimento². La differente dinamica degli avanzi primari si riflette sull'andamento del debito e, conseguentemente, sulla spesa per interessi. Per quanto riguarda la derivazione del rapporto debito/PIL, si assume che il tasso di interesse implicito e lo *stock-flow adjustment* negli scenari alternativi siano identici a quelli dello scenario base (capitolo III, tavola III.9).

Nello scenario di minore crescita, l'indebitamento netto del 2013 risulterebbe pari a -3,1 per cento del PIL, superiore di 0,2 punti percentuali rispetto al valore dello scenario di riferimento (figura IV.1).

¹ In particolare, nello scenario di maggiore crescita si ipotizza una espansione più sostenuta dell'economia globale, sia nei paesi avanzati che nei paesi emergenti, e una dinamica più robusta del commercio internazionale con assenza di tensioni sul prezzo del petrolio e delle materie prime. L'euro risulterebbe lievemente più apprezzato mentre il differenziale di rendimento dei titoli del debito sovrano di alcuni paesi dell'Area dell'Euro si ridurrebbe rispetto allo scenario di riferimento. Per quanto riguarda l'economia italiana, si registrerebbe una crescita più sostenuta di esportazioni e investimenti. Il tasso di disoccupazione verrebbe ridotto a causa delle migliori prospettive sul mercato del lavoro. Nello scenario di minore crescita, invece, si assume una crescita più contenuta dell'economia globale. Il commercio internazionale registrerebbe una dinamica non favorevole e si verificherebbero tensioni sul mercato dei titoli del debito sovrano. Il prezzo di petrolio e materie prime subirebbe un aumento e l'euro risulterebbe deprezzato. L'indebolimento della domanda interna ed estera causerebbe una crescita più moderata e il mercato del lavoro resterebbe debole.

² Per il calcolo di entrate e spese strutturali negli scenari di maggiore e minore crescita, si aggiunge alla variabile corrispondente nello scenario di riferimento il prodotto tra l'elasticità della variabile alla crescita economica e la discrepanza relativa tra il PIL potenziale dello scenario alternativo e quello dello scenario base.

TAVOLA IV.1: SENSITIVITÀ ALLA CRESCITA¹ (valori percentuali)

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tasso di crescita del PIL nominale	<i>Scenario di maggiore crescita</i>	-0,8	1,0	3,8	3,9	3,7	3,9
	Scenario di base	-0,8	0,5	3,2	3,3	3,2	3,2
	<i>Scenario di minore crescita</i>	-0,8	-0,1	2,6	2,6	2,5	2,6
Tasso di crescita del PIL reale	<i>Scenario di maggiore crescita</i>	-2,4	-0,8	1,8	2,0	1,8	1,9
	Scenario di base	-2,4	-1,3	1,3	1,5	1,3	1,4
	<i>Scenario di minore crescita</i>	-2,4	-1,8	0,8	1,0	0,8	0,9
Tasso di crescita del PIL potenziale	<i>Scenario di maggiore crescita</i>	-0,4	0,2	0,5	0,6	0,7	0,8
	Scenario di base	-0,5	0,0	0,2	0,3	0,3	0,5
	<i>Scenario di minore crescita</i>	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1
Output gap	<i>Scenario di maggiore crescita</i>	-3,6	-4,6	-3,4	-2,0	-0,9	0,2
	Scenario di base	-3,6	-4,8	-3,8	-2,6	-1,7	-0,8
	<i>Scenario di minore crescita</i>	-3,6	-5,1	-4,3	-3,4	-2,6	-1,8
Indebitamento netto	<i>Scenario di maggiore crescita</i>	-3,0	-2,6	-1,3	-0,9	0,1	0,8
	Scenario di base	-3,0	-2,9	-1,8	-1,5	-0,9	-0,4
	<i>Scenario di minore crescita</i>	-3,0	-3,1	-2,2	-2,3	-1,7	-1,5
Indebitamento netto corretto per il ciclo	<i>Scenario di maggiore crescita</i>	-1,1	-0,1	0,5	0,2	0,6	0,7
	Scenario di base	-1,1	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,0
	<i>Scenario di minore crescita</i>	-1,1	-0,3	0,2	-0,4	-0,3	-0,5
Avanzo primario	<i>Scenario di maggiore crescita</i>	2,5	2,6	4,2	4,8	5,9	6,6
	Scenario di base	2,5	2,4	3,8	4,3	5,1	5,7
	<i>Scenario di minore crescita</i>	2,5	2,3	3,4	3,7	4,5	4,9
Avanzo primario corretto per il ciclo	<i>Scenario di maggiore crescita</i>	4,5	5,1	6,0	5,9	6,4	6,5
	Scenario di base	4,5	5,1	5,9	5,7	6,1	6,1
	<i>Scenario di minore crescita</i>	4,5	5,0	5,8	5,6	5,9	5,9
Debito Pubblico	<i>Scenario di maggiore crescita</i>	127,0	129,5	126,9	122,1	116,5	110,5
	Scenario di base	127,0	130,4	129,0	125,5	121,4	117,3
	<i>Scenario di minore crescita</i>	127,0	131,3	131,0	129,0	126,5	124,0

1) L'arrotondamento alla prima cifra decimale può causare la mancata coerenza tra le variabili.

Nota: i saldi corretti per il ciclo degli scenari alternativi sono stati calcolati utilizzando le semi-elasticità delle entrate (pari a 0,04) e delle spese (pari a -0,5) rispetto alla crescita economica, mentre la componente ciclica complessiva è stata calcolata utilizzando la semi-elasticità dell'indebitamento netto alla crescita economica (pari a 0,55). Inoltre, per pure finalità tecniche, si è ipotizzato che l'ammontare complessivo degli interventi futuri di finanza pubblica, pari allo 0,6 per cento del PIL nel periodo 2015-2017, sia interamente realizzato attraverso tagli alle spese.

Negli anni successivi, la tendenza alla riduzione dell'indebitamento verrebbe mantenuta anche se a ritmi più lenti. Per esempio, nel 2014, l'indebitamento netto si collocherebbe intorno al -2,2 per cento del PIL, 0,4 punti percentuali al di sopra di quanto programmato nello scenario di riferimento. Nel 2017, ultimo anno dell'orizzonte di previsione, l'indebitamento netto nello scenario pessimistico si fermerebbe al -1,5 per cento del PIL a fronte del -0,4 per cento dello scenario di base.

Nel caso di maggiore crescita, l'indebitamento netto nel 2013 registrerebbe un valore di -2,6 per cento del PIL *vis-à-vis* il -2,9 per cento dello scenario di base e mostrerebbe un andamento decrescente molto più rapido rispetto a quanto previsto nel quadro di riferimento. In particolare, da valori di -1,3 per cento nel 2014 e -0,9 per cento nel 2015 si passerebbe a un *surplus* nel biennio 2016-2017, pari, rispettivamente, a 0,1 e 0,8 per cento del PIL.

Nello scenario di minore crescita, il rapporto debito/PIL del 2013 si collocherebbe al di sopra del valore previsto nello scenario di riferimento per 0,9 punti percentuali di PIL (figura IV.2). Negli anni successivi, la dinamica sarebbe comunque decrescente fino al 2017 sebbene a un ritmo contenuto rispetto allo scenario di base. Nel 2017, il rapporto debito/PIL raggiungerebbe il livello del 124,0 per cento a fronte del 117,3 per cento programmato nel quadro di riferimento. Nello scenario di maggiore crescita, invece, il profilo del rapporto debito/PIL si ridurrebbe più velocemente, partendo da un valore di 129,5 per cento del PIL nel 2013 fino a raggiungere il livello di 110,5 per cento del PIL alla fine dell'orizzonte di previsione.

FIGURA IV.1: SENSITIVITÀ DELL'INDEBITAMENTO NETTO ALLA CRESCITA (in percentuale del PIL)

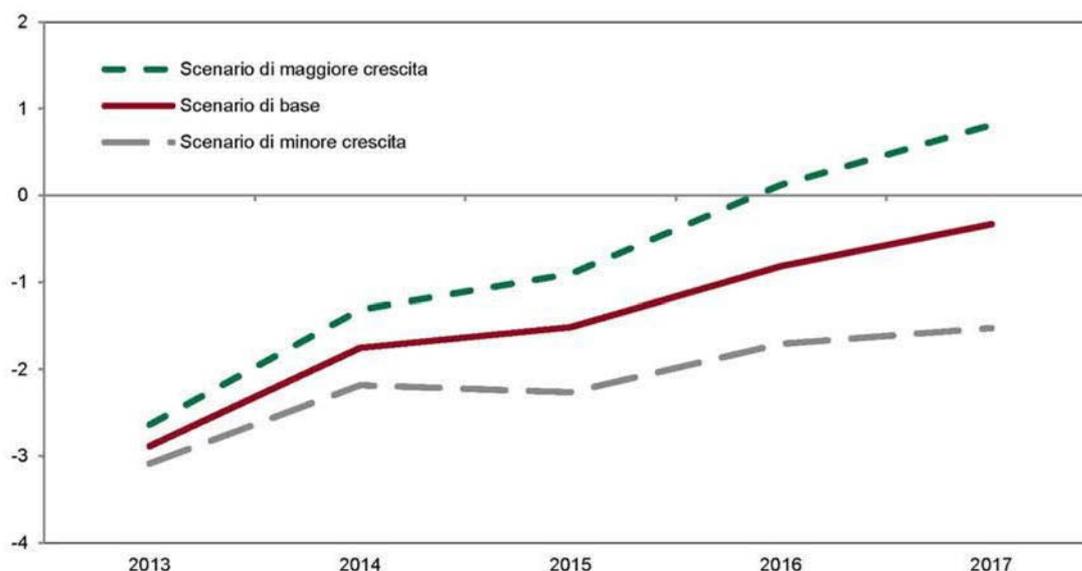
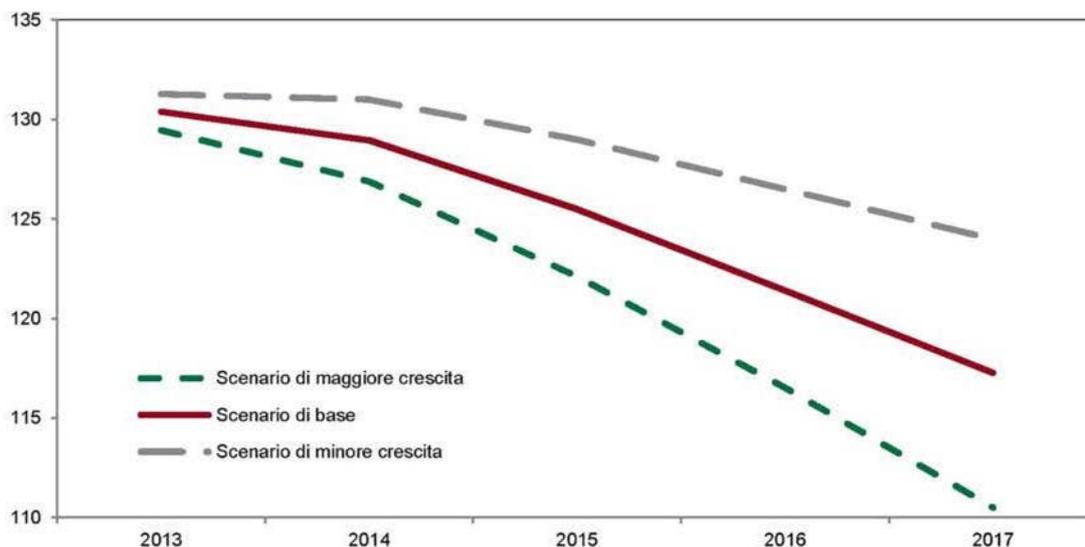


FIGURA IV.1: SENSITIVITÀ DEL DEBITO PUBBLICO ALLA CRESCITA (in percentuale del PIL)

IV.2 SENSITIVITÀ AI TASSI D'INTERESSE

La sensitività del debito pubblico all'andamento dei tassi di interesse di mercato viene analizzata prendendo in esame il livello della spesa per interessi relativa allo *stock* dei titoli di Stato in circolazione e stimando l'impatto di potenziali *shock* sulla curva dei rendimenti, con conseguenti repentini e permanenti incrementi del costo all'emissione dei titoli del debito pubblico sul mercato primario.

I risultati dell'analisi discendono dall'attuale e futura composizione dello *stock* dei titoli di Stato negoziabili che a fine dicembre 2012 si componeva di titoli domestici, ossia emessi sul mercato interno, per il 96,32 per cento, e di titoli esteri, ossia emessi sui mercati esteri, sia in euro che in valuta, per il 3,68 per cento.

Per quanto riguarda la composizione del debito per strumenti, considerando la totalità dei titoli di Stato a fine 2012, sia domestici che esteri, questa è risultata in linea con quella di fine 2011 e quindi con le dinamiche in atto degli anni più recenti, se si fa eccezione per la componente più a breve termine, come i BOT, che ha mostrato un risultato in lieve controtendenza. La struttura del debito al 31 dicembre 2012, infatti, rispetto a quella di fine dicembre 2011, evidenzia una crescita dello *stock* di BTP al valore nominale (dal 66,47 per cento al 66,79 per cento)³, in continuità quindi con quanto accaduto negli ultimi anni, ma mostra anche un contestuale aumento della componente BOT, che dall'8,30 per cento del 2011 passa al 9,22 per cento del 2012, in discontinuità con quanto accaduto negli

³ Va tuttavia segnalato come all'interno dell'aggregato BTP è, seppur di poco, aumentato il peso dei titoli con vita residua inferiore o uguale a 5 anni.